

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

**Rivista**  
**di Diritto Bancario**

dottrina  
e giurisprudenza  
commentata

**SUPPLEMENTO**

OTTOBRE / DICEMBRE

**2023**

## **DIREZIONE**

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,  
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI  
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,  
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

## **COMITATO DI DIREZIONE**

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,  
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,  
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

## **COMITATO SCIENTIFICO**

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,  
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,  
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE  
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO  
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,  
FRANCESCO TESAURO+

### **COMITATO ESECUTIVO**

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

### **COMITATO EDITORIALE**

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA  
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO  
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI  
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA  
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO  
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,  
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,  
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

### **COORDINAMENTO EDITORIALE**

UGO MALVAGNA

### **DIRETTORE RESPONSABILE**

FILIPPO SARTORI

## **NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE**

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

**Rivista** | dottrina  
di Diritto Bancario | e giurisprudenza  
commentata

**SEDE DELLA REDAZIONE**

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,  
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836



## SOMMARIO

### **Sezione I. Banca e impresa nel prisma della sostenibilità**

ANDREA CARRISI, La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza..... 1

GABRIELLA CAZZETTA, Impatti della sostenibilità ambientale sulla valutazione del merito creditizio ..... 23

EDOARDO CECCHINATO, Gli ESG *covenant* come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale ..... 59

CLAUDIA MARASCO, Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei *green bond*: la proposta di riforma dell'art. 2483 c.c..... 87

LUCA TRONCI, Gli obiettivi “ESG” nella *governance* delle imprese bancarie: *KPI* e doppia materialità (*Impact e Financial materiality*).  
..... 109

### **Sezione II. Regolare lo spazio digitale tra pubblico e privato**

FABIANO DE SANTIS, La disintermediazione nel servizio di consulenza *mifid* (*robo advice*). Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile. .... 139

NICOLA M.F. FARAONE, Quando le piattaforme (anche *social*) incontrano la divulgazione finanziaria: appunti sparsi su “*Fintok*”, *IA* e funzioni di vigilanza..... 163

DANIEL FOÀ, Gli ecosistemi collaborativi nel diritto bancario e finanziario: l'*open finance* e il ruolo dell'interoperabilità ..... 217

LORENZO RODIO NICO, La programmazione euro-statale degli interventi per la coesione digitale ..... 251

**Sezione III. *Moneta e finanza quali strumenti di inclusione sociale***

TIZIANO BUSSANI, Le CBDC alla luce della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile: modello “estrattivo” vs. modello “rigenerativo”..... 271

GABRIELLA GIMIGLIANO, La vulnerabilità del consumatore di servizi di pagamento: alla ricerca di un punto di equilibrio tra competitività ed inclusione. .... 313

EDOARDO D. MARTINO, Sfide digitali alla sovranità monetaria. Il ruolo del diritto nella governance del denaro digitale..... 345

GIORGIO MATTARELLA, La regolazione del *design* dell’Euro digitale e il suo impatto su pagamenti, *privacy* e inclusione finanziaria. .... 389

ANNA MARIA PANCALLO, I diritti degli esclusi: il ruolo della finanza nel processo di inclusione sociale..... 419

FRANCESCO PETROSINO, Scoring assicurativo algoritmico e rischio di discriminazione. Spunti per una riforma ..... 443

**Sezione IV. *Il rinnovato intervento pubblico nell’economia***

MARIA BIANCA ARMIENTO, Regolare la transizione digitale dei servizi pubblici locali di rilevanza economica: prospettive e sfide ..... 473



SIMONA PELLERITI, Verso una nuova politica industriale europea competitiva e sostenibile: un'occasione di maggior integrazione tra gli Stati Membri o una deriva verso il protezionismo? ..... 505

FRANCESCO PETROCELLI, Prime riflessioni sulle prospettive ESG di Cassa Depositi e Prestiti..... 533

DONATO VESE, Pubblico e privato nella sfera economica: Cassa Depositi e Prestiti e la ricerca di una disciplina generale per il socio pubblico ..... 561



## **La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza**

**SOMMARIO:** 1. Notazioni introduttive. Investimenti e sostenibilità. – 2. La valutazione di adeguatezza degli investimenti finanziari al confronto con i nuovi parametri di sostenibilità degli investitori. – 3. Una rinnovata centralità dell’art. 21 del Testo Unico Finanziario. Interesse finanziario e non finanziario dell’investitore.

### *1. Notazioni introduttive. Investimenti e sostenibilità.*

Il drammatico attuale deperimento delle qualità ambientali sembra decretare il punto d’arrivo di un modello di benessere che non può più essere sostenuto e i tentativi di trovare nuove forme di convivenza individuano come aree d’elezione il mondo dell’impresa, della banca e della finanza.

Con il superamento della legislazione emergenziale relativa alle crisi dei decenni scorsi, nel mondo TUF<sup>1</sup> l’attenzione è oggi in gran parte riposta sulle questioni ambientali e, più in generale, di sostenibilità. Le istituzioni europee hanno adottato sul punto un approccio – a tratti – talmente rigido che con la comunicazione *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*<sup>2</sup> la Commissione ha persino sostenuto che è sempre più probabile che gli investimenti nelle attività e negli *asset “brown”* (o non sostenibili) vengano bloccati, attesa la incomparabile rilevanza delle odierne sfide climatiche e ambientali.

Negli ultimi anni è in corso una presa d’atto dei poteri pubblici sulla circostanza che l’attività di ri-orientare i flussi di capitali per realizzare gli obiettivi climatici e sociali non possa più restare appannaggio dei

---

<sup>1</sup> L’espressione, che è parte di una distinzione che contempla anche il “mondo TUB”, è di D. MAFFEIS, *Regole di vigilanza prudenziale comuni al mondo TUB e al mondo TUF: il conflitto di interessi degli amministratori nel decreto di attuazione della direttiva UE CRD IV e del regolamento UE 525 del 2013*, in *Riv. dir. banc.*, 7, 2015, ed è utilizzata per riferirsi all’area finanziaria *stricto sensu*.

<sup>2</sup> Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, COM(2021) 390 final, luglio 2021.

liberi movimenti dell'economia<sup>3</sup> ma debba essere necessariamente guidata e indirizzata dalle regole del diritto<sup>4</sup>. Regole anzitutto in grado di plasmare assetti organizzativi e comportamenti delle imprese (si pensi, da ultimo, alla proposta di Direttiva sulla *due diligence* di sostenibilità delle imprese<sup>5</sup>), regole capaci di conformare la

---

<sup>3</sup> Sul passato fenomeno della trasformazione del mercato "guidato" in mercato "regolato", S. CASSESE, *Dal mercato guidato al mercato regolato*, in *Bancaria*, 1986. Riflessioni sviluppate più tardi in ID., *Il mondo nuovo del diritto*, Bologna, 2008, spec. 111 ss. Con riferimento ai mercati finanziari, alcune riflessioni in R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi del credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 33 ss., spec. 36. Sull'attuale rapporto tra regole giuridiche e regole economiche e sui rispettivi ruoli, F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neolibérale tra scienza e metodo*, in *questa Rivista*, 2, 2022, 309 ss.

<sup>4</sup> Ne riflette V. COLAERT, *The changing nature of financial regulation. Sustainable finance as a new policy objective*, 2022, in *ssrn.com*. Secondo l'A. «Financial regulation is no longer merely a tool to ensure that the financial sector can fulfil its role as an engine of economic growth, but it has taken on a new role, beyond economic imperatives. Today, financial regulation as a whole is also instrumentalised to advance the constitutionally enshrined sustainable development principle». In sintonia ma su un piano differente, F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, 2021, 261, sostiene che «la sfida del rinnovamento impone di rivedere i termini del "rapporto tra tecnica e politica", la cui definizione è indispensabile al fine di identificare le misure adeguate a riavviare un *circuito virtuoso* in grado di determinare l'incremento dei processi di sviluppo, favorendo l'occupazione, l'equità e l'affermazione della logica tipicamente propria del pluralismo democratico».

<sup>5</sup> La proposta, adottata dalla Commissione il 23 febbraio 2022, fa seguito alla risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021. La direttiva sarebbe rivolta a tutte le grandi società (con più di 500 dipendenti e un fatturato superiori a 150 milioni di euro) e alle altre società operanti nei settori ad alto impatto con oltre 250 dipendenti e un fatturato pari o superiori a 40 milioni di euro. Le imprese destinatarie della direttiva, se adottata, dovranno i) integrare la *due diligence* nelle loro politiche aziendali; ii) individuare gli effetti negativi reali o potenziali sui diritti umani e sull'ambiente; iii) prevenire o attenuare gli effetti potenziali; iv) porre fine o ridurre al minimo gli effetti reali; v) istituire e mantenere una procedura di reclamo; vi) monitorare l'efficacia delle policy e delle misure di *due diligence*; vii) pubblicare annualmente le attività di analisi e approfondimento degli impatti e le iniziative intraprese a riguardo. In dottrina, sulla proposta M. LIBERTINI, *Gestione "sostenibile" delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. Impr.*, 1, 2023, 54 ss.; M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, in *Banca imp. soc.*, 3, 2022, 474-475; P. DAVIES ET AL., *Commentary: The European Parliament's Draft Directive on Corporate Due*

contrattazione bancaria, in particolare in ordine alle decisioni di concessione del credito, per esempio includendo nella valutazione del merito creditizio anche l'apprezzamento dei rischi di sostenibilità; regole, infine, funzionali al governo dei prodotti finanziari, ad incidere sulla loro distribuzione e a consentire investimenti adeguati alle preferenze di sostenibilità degli investitori.

In questa ampia visione, che integri nelle politiche legislative economia reale ed economia finanziaria, gli investimenti sostenibili – una formula di sintesi che sta ad individuare gli investimenti in attività economiche che contribuiscono a realizzare un obiettivo *ambientale* ovvero *sociale*, a condizione che non arrechino danno l'uno all'altro e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*<sup>6</sup> – possono giocare un ruolo importante. Peraltro,

---

*Diligence and Corporate Accountability*, in *Riv. soc.*, 2021, 276 ss.; P. KRÜGER ANDERSEN ET AL., *Response to the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence by Nordic and Baltic Company Law Scholars*, *Nordic & European Company Law – LSN Research Series – No. 22-01*; L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. soc.*, 2021, 319 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, *ivi*, 5/6, 2019, 992 ss.

<sup>6</sup> L'investimento sostenibile è definito dall'art. 2, comma 1, n. 17, del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, cd. Regolamento *Sustainable Finance Disclosure Regulation* o *SFDR*. La disposizione lo definisce come investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo *ambientale*, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti: (i) l'impiego di energia, (ii) l'impiego di energie rinnovabili, (iii) l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, (iv) la produzione di rifiuti, (v) le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare, ovvero un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo *sociale*, in particolare: (i) un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, (ii) un investimento che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, (iii) un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona *governance*, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

In tema di trasparenza, sul presupposto dell'esistenza di un'ampia varietà di prodotti finanziari con diversità di caratteristiche di sostenibilità e ambizioni etiche, la disciplina europea distingue (e gradua gli obblighi informativi) tra prodotti

sebbene diffusa, è obsoleta l'idea che l'investimento sostenibile e l'adesione ai suoi principi implichi il sacrificio di un ritorno finanziario per rendere il mondo un posto migliore<sup>7</sup>.

---

finanziari che promuovono «tra le altre caratteristiche, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione di tali caratteristiche» nel rispetto di prassi di buona *governance* (art. 8, Reg. 2019/2088) e prodotti che hanno «come obiettivo investimenti sostenibili» (art. 9, Reg. 2019/2088), quindi prodotti, questi ultimi, con lo scopo di contribuire ad un obiettivo ambientale o sociale, pur sempre, nel rispetto di prassi di buona *governance*. Sul tema, M. SIRI e S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2020, 19-20; in particolare, sulle difficoltà definitorie, M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, cit., 461 ss.; evidenziano la non sovrapposibilità tra le definizioni del Regolamento Tassonomia e del Regolamento SFDR, D.A. ZETZSCHE e L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating Sustainable Finance in the Dark*, in *European Business & Organisation Law Review*, vol. 23, 1, 2022, 67-68 e nota 66.

<sup>7</sup> Ne discorrono R.G. ECCLES e S. KLIMENKO, *The Investor Revolution. Shareholders are getting serious about sustainability*, in *Harvard Business Law Review*, 2019. Questa impostazione deriverebbe dalla diffusa confusione con il *socially responsible investing* – SRI. Viceversa, la particolarità della nuova generazione di investimenti sostenibili consisterebbe nel fatto che «it focuses only on “material” ESG issues that impact a firm’s valuation – for example, greenhouse gas emissions are material for an electric utility company but not for a financial services firm; supply chain management is material for an apparel company using low-cost workers in developing countries but not for a pharmaceutical company». Cfr. inoltre F. RIGANTI, *Regolazione del mercato e “fine di lucro”. Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2022, secondo il quale, pur ponendosi in prospettiva marcatamente a favore dello *shareholders' value*, i fattori ESG hanno indubbia rilevanza pratica: il loro rispetto «pare porsi sia come finalità dell'azione di governo societario (nella misura in cui ciò sia proporzionato e ragionevole agli obiettivi imprenditoriali), sia e a monte come modalità di estrinsecazione della stessa [...], secondo un'impostazione che intende leggere nel rispetto degli indici in oggetto un elemento non antitetico, bensì incentivante, la realizzazione di (ulteriori) profitti». Sul punto, M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 1, 2021, *passim*, in particolare 15, approfondisce le frizioni e la disomogeneità dei criteri ESG, segnatamente tra *Environmental and Social* (da un lato) e *Governance* (dall'altro), talché «il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa». Sul piano dei rendimenti si v. G. ECCLES, I. IOANNOU e G. SERAFEIM, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, in *Management Science*, 60, 11, 2014, 2849, ove si sottolinea che «during the 18-year period (1993-2010, ndr) we studied, the *High Sustainability* firms outperformed the *Low Sustainability* ones in terms of both stock market and accounting measures while the market did not actually expect this outperformance». Cfr. inoltre M. KHAN, G. SERAFEIM, A. YOON, *Corporate*

Senza remore: dietro all'odierna tendenza degli investitori a scegliere prodotti ESG-oriented<sup>8</sup> si cela certamente un effetto moda, una volontà cioè di cavalcare l'effetto rialzista dei mercati rispetto a prodotti orientati verso valori di natura non finanziaria. Tuttavia, questa forte corrente sembra determinata da ulteriori ragioni: accanto alla ricerca di strategie di miglioramento delle *performance* del proprio portafoglio incide – in particolar modo per gli investitori istituzionali – la volontà di gestire rischi reputazionali, regolamentari e finanziari a lungo termine<sup>9</sup>, mentre soprattutto tra gli investitori *retail* ha un suo peso anche la c.d. spinta etica<sup>10</sup>.

---

*sustainability: First evidence on materiality*, in *The Accounting Review*, 91, 6, 2016, 1697 ss.

<sup>8</sup> Con l'oramai noto termine ESG si intendono i valori di natura non finanziaria relativi ai fattori ambientale (E – *environment*), sociale (S – *social*) e di buona *governance* (G). Negli ultimi tempi il tema della preferenza degli investimenti orientati da tali criteri è divenuto oggetto di numerose ricerche. Si veda, tra gli altri, G. UNRUH, D. KIRON, N. KRUSCHWITZ, M. REEVES, H. RUBEL, A. MEYER ZUM FELDE, *Investing for sustainable future*, in M.I.T. Sloan Mgmt. Rev., 2016, consultabile in <http://sloanreview.mit.edu/sustainability2016>. Sul punto è stato sottolineato che in questo contesto il termine *governance* è ambiguo. Così, H. LIANG e L. RENNEBOOG, *Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature*, in *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, 701, 2020, 2. Più in generale, G. B. PORTALE, *La corporate social responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 6, 2022, 947, ha di recente sostenuto che l'acronimo inglese ESG altro non è che l'aggiornamento lessicale di CSR (*corporate social responsibility*) e che non sembra aggiungere molto al tema.

<sup>9</sup> Cfr. A. EDMANS, *The End of ESG*, in *ECGI Working Paper Series in Finance*, 847, 2022; se ne discorre anche in N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea*, in *Quaderni di Finanza sostenibile Consob*, 2021, 72 e ss.

<sup>10</sup> Secondo uno studio di A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, in *Harvard Business School Working Paper*, No. 17-079, 2017, 12-14, «a large majority of investors (82%) consider ESG information when making investment decisions. The percentage is not statistically different between large (above the median AUM of US \$ 5 billion) and small investors but increase to 93% for investors in the high group in terms of ESG allocation (above the median of 5% of AUM), compared to 75% for investors with an ESG allocation below the median. [...] A significantly smaller percentage of US investors (75%) compared to those from Europe (84%) responded that they consider ESG information in investment decisions». Lo studio inoltre evidenzia che «the use

Di là delle specifiche e reali motivazioni al fondo delle scelte d'investimento sostenibili, è indubbio che una consistente parte degli investitori, anche non istituzionali, abbia iniziato a considerare i fattori di sostenibilità<sup>11</sup>, ossia le «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva» (così l'art. 2, comma 1, n. 24, del Regolamento *SFDR*).

Nello spazio segnato da questa frattura, accade allora che si creino nuove (o si rinsaldino preesistenti) vulnerabilità, tra cui le più rilevanti paiono quelle legate a:

i) difficoltà di accesso alle informazioni relative alle caratteristiche di sostenibilità<sup>12</sup>;

---

of ESG information is driven primarily by financial rather than ethical motives, but that there is considerable variation across geographies. Ethical motives seem to play a larger role in Europe compared to the US and, consistent with this, the former believe more strongly that engagement with companies can bring change in the corporate sector and address ESG issues».

<sup>11</sup> Sul tema dell'interessamento a tematiche ESG nelle scelte d'investimento, almeno con riferimento agli investitori italiani, si v. D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Quaderni di Finanza sostenibile Consob*, 2022. In particolare, dalla ricerca emerge che nel 2021 a fronte di un 74% di investitori interessati agli investimenti sostenibili, solo il 17% lo è indipendentemente dal rendimento atteso. Dal più recente rapporto CONSOB sulle scelte di investimento delle famiglie italiane nel corso del 2022 (consultabile in <https://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>) il 15% è interessato ad investimenti sostenibili anche a fronte di un rendimento più basso, il 29% solo a parità di rischio e rendimento, il 19% solo se il rendimento è più alto. Completano la statistica il 17% di non interessati e il 20% di investitori non in grado di fornire una risposta. In chiave prospettica, sono interessanti i dati relativi alla propensione degli intervistati ad investire in investimenti sostenibili nei prossimi due anni: il 57% intende investire in investimenti ESG (il 24% tutto o una parte importante del proprio portafoglio, il 33% solo una piccola parte), il 13% non è intenzionato a farlo, il 30% non lo sa.

<sup>12</sup> Sul problema del reperimento delle informazioni non finanziarie la Commissione europea ha intrapreso il percorso di costituzione di un *database* unico europeo di raccolta delle informazioni finanziarie e non finanziarie (c.d. ESAP) che sarà gestito dall'ESMA. Secondo la relativa proposta di regolamento (COM/2021/723 final) il *database* contribuirà a integrare i servizi finanziari e i mercati dei capitali nel mercato unico, ad allocare i capitali in modo più efficiente e a promuovere lo sviluppo delle economie e dei mercati dei capitali nazionali di dimensioni inferiori. Il punto unico d'accesso, inoltre, nei propositi di Parlamento e Consiglio consentirà ai soggetti



- ii) mancanza (o insufficienza) di conoscenze, competenze ed esperienze per valutare le possibilità d'investimento con riferimento alle proprie preferenze di sostenibilità<sup>13</sup>;
- iii) rischi di *green* e *social-washing*<sup>14</sup>.

A queste vulnerabilità degli investitori si collegano – secondo una dinamica finanziaria classica – i rischi di investimenti inadeguati e di non corretta allocazione delle risorse, con tutte le possibili conseguenze a livello sistemico.

Si delinea dunque un quadro che rappresenta una nuova declinazione del tema delle asimmetrie strutturali delle contrattazioni finanziarie. Occorre allora riflettere in ordine alle interazioni dell'investitore *retail* e dell'intermediario con la novellata disciplina finanziaria, in particolare in tema di rapporto tra valutazione di adeguatezza e considerazione delle preferenze di sostenibilità dell'investitore, nonché sul ruolo che l'art. 21 TUF può svolgere nella trasformazione del paradigma finanziario.

---

non quotati, comprese le piccole e medie imprese, di rendere disponibili informazioni su base volontaria, facilitando il loro accesso al capitale. In particolare, sul tema che ci interessa, la proposta di regolamento sostiene che «l'ESAP garantirà un facile accesso a una più ampia gamma di informazioni in maniera tempestiva ed efficiente, aprendo così orizzonti nuovi. Gli investitori risparmieranno altresì tempo e risorse per la ricerca e il trattamento delle informazioni. L'ESAP contribuirà ad affrontare la crescente necessità di dati relativi alla sostenibilità da parte delle imprese, contribuendo così agli obiettivi della finanza sostenibile e del Green Deal».

Sul punto di accesso unico europeo, F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO e A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, in *Quaderni giuridici Consob*, 2023, 71-80.

<sup>13</sup> Cfr., *infra*, par. 2, spec. note 15 e 16.

<sup>14</sup> Il noto neologismo è tratto dal verbo *whitewash* che significa imbiancare e che è inteso, nel contesto di cui si discorre, nell'accezione di velare, nascondere. La sua prima elaborazione concettuale si fa risalire a T. WAHIDA SHANAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 7, 1, 2013, 81 ss. Con l'espressione si fa riferimento, dunque, alla pratica commerciale consistente nella costruzione di un'immagine positiva in relazione all'impatto ambientale del prodotto, qui finanziario, che non corrisponde al vero. Ciò conduce ad un deterioramento reputazionale e alla perdita di fiducia nei prodotti finanziari sostenibili. Un rischio che, come è stato rilevato, non viene in rilievo solo nel momento *ex ante*, nella fase di emissione, ma anche in quello *ex post*, nella fase di reportistica, monitoraggio e valutazione d'impatto. In questi termini, J. M. SCHMITTMANN e C. HAN TENG, *How green are green debt issuers?*, in *International Monetary Fund Working Paper*, 2021, 10.

## 2. La valutazione di adeguatezza degli investimenti finanziari al confronto con i nuovi parametri di sostenibilità degli investitori.

È noto che dinanzi al problema dell'asimmetria conoscitiva ed esperienziale che connota le contrattazioni finanziarie, la normativa abbia imposto un dovere di diligenza rafforzato in capo all'intermediario finanziario; un dovere che si traduce nella c.d. *know your customer rule*, quale principio conformativo del comportamento dell'intermediario<sup>15</sup>, e che conduce a valle nella valutazione di adeguatezza degli investimenti<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> In questo senso, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giustizia Civile*, 2, 2020, 326. Cfr. inoltre, *infra*, nota 29.

L'ingresso della *know your customer rule* risale alla L. n. 1 del 2 gennaio 1991, c.d. Legge SIM, recante la disciplina dell'attività d'intermediazione mobiliare e disposizione sull'organizzazione dei mercati mobiliari. L'art. 6, comma 1, lett. d) della L. n. 1/1991 prevedeva il dovere per le società d'intermediazione, nello svolgimento delle loro attività, di «acquisire preventivamente le informazioni sulla situazione finanziaria del cliente rilevanti ai fini dello svolgimento delle attività di intermediazione mobiliare». In seguito, la direttiva 93/22/CEE si è espressa più diffusamente disegnando la regola KYC come obbligo dell'impresa di investimento di «informarsi sulla situazione finanziaria dei suoi clienti, sulla loro esperienza in materia di investimenti e sui loro obiettivi per quanto concerne i servizi richiesti». Sul tema, F. ANNUNZIATA, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993. Oggi, l'art. 21, comma 1, lett. b), TUF prevede il dovere di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti». Sottolinea F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, in *Riv. dir. priv.*, 1, 2008, 30, che tale dovere è «sconosciuto al diritto comune» e che il suo fondamento giuridico ed economico deve essere rintracciato nella «natura spiccatamente fiduciaria del rapporto tra investitore e intermediario».

<sup>16</sup> Sul tema delle conseguenze della violazione della *suitability rule* nell'ambito dei contratti d'investimento, A. TUCCI, *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. Impr.*, 3, 2017; nella vigenza di MiFID I, F. SARTORI, *Le regole di adeguatezza e i contratti di borsa: tecniche normative, tutele e prospettive MiFID*, cit., 25 ss. Allargando il campo d'indagine, R. NATOLI, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi del credito, di investimento e di assicurazione*, cit., *passim*, spec., per i servizi e le attività d'investimento, p. 108 ss. Sulla convivenza di una varietà di tutele, M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *questa Rivista*, suppl. I, 2020, 145 ss. Traccia il percorso della regola di adeguatezza dall'origine statunitense e inglese sino alla nuova impostazione europea, D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017.

Nel contesto odierno, la *suitability rule* deve però confrontarsi anche con la valutazione delle propensioni alla sostenibilità dell'investitore e l'integrazione di tali orientamenti etici nel processo valutativo potrebbe consentire di apprestare rimedi ulteriori. In altre parole, dinanzi a ipotesi di inadeguatezza dell'investimento rispetto alle preferenze di sostenibilità non sembra implausibile immaginare l'azionabilità di una tutela a protezione dell'interesse anche non economico dell'investitore<sup>17</sup>. La complessità del tema dei rimedi impone di rinviare ad appositi spazi di riflessione, fatto salvo per un primo e preliminare inquadramento che qui si propone.

Esplorando terreni ulteriori rispetto a quelli – inefficienti sul piano dell'economia dei rimedi – riguardanti la lesione di un interesse patrimoniale<sup>18</sup>, è possibile configurare astrattamente varie forme di

---

<sup>17</sup> Sulla selezione dello strumento rimediabile per la tutela del singolo investitore – non già nell'ipotesi di inadeguatezza dello strumento finanziario rispetto alla tolleranza al rischio o ad altri parametri di tipo finanziario quanto al caso di disallineamento con le preferenze di sostenibilità – non risultano ancora svolte approfondite riflessioni. Alcuni spunti sono presenti in D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series 2021*, 70, 38-39, ove si conclude per la necessità di una riflessione “fuori dagli schemi” e ID., *EU Sustainable Finance Disclosure Regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, 18, 3, 2023, 326, secondo cui la Commissione europea dovrebbe considerare l'introduzione di «truly European liability rules for a breach of the sustainability-related disclosure rules and fiduciary duties included in the SFDR» sul presupposto che «the traditional private law consequences for a breach of a rule or duty may not be entirely adequate in the current context». Sull'aspetto l'A. continua: Suppose that it is clear that a financial adviser rendered an investor the wrong advice in the sense that it advised financial products that are not sustainable, whereas the financial adviser advised him or her that they were, and also suppose that the adviser should have known or even knew that the financial products were not sustainable. Sustainability and return on investment are not necessarily correlated. It is therefore conceivable that the investor did not suffer any damages due to the inadequate advice. A traditional tort claim for damages or damages for breach of contract may therefore not always work in this context. If it was clear to the financial adviser that a certain degree of sustainability was crucial to the investor, the latter should perhaps have the power to annul the contract, triggering restitutionary claims in both directions, but that may not necessarily have the desired effect either. After all, what the investor wants is to be put in a position that his or her investments are as sustainable as he or she expected them to be based on the financial adviser's».

<sup>18</sup> In quanto inadatti a tutelare tutte le ipotesi di andamento positivo del prodotto finanziario collocato per le sue caratteristiche di sostenibilità poi rivelatesi insussistenti. Vero è che in presenza di una perdita economica dell'investitore in

responsabilità, ivi compresa la responsabilità da inadempimento contrattuale per lesione di un interesse non patrimoniale<sup>19</sup>.

---

relazione all'andamento del prodotto finanziario, potrebbe essere azionata una tutela volta a rilevare la violazione delle regole di adeguatezza anche con riferimento alle preferenze di sostenibilità: ove l'investitore riesca a dimostrare di aver sottoscritto lo strumento finanziario in questione in ragione delle sue non riscontrate caratteristiche di sostenibilità, egli potrebbe ambire ad un risarcimento del danno pari alla differenza tra il capitale investito e il valore residuo del prodotto finanziario, ossia un ripristino dello stato patrimoniale precedente all'investimento.

Tuttavia, una responsabilità così coniugata non sarebbe idonea a tutelare l'interesse non patrimoniale dell'investitore, essendo il danno rimesso – sia nell'*anche* nel *quantum* – alla *performance* finanziaria del prodotto. Così, nell'ipotesi di andamento finanziario positivo del prodotto non sarebbe configurabile un danno e, di conseguenza, una responsabilità.

<sup>19</sup> Il contratto, infatti, non è più soltanto strumento di circolazione della ricchezza, a contenuto e rilievo esclusivamente patrimoniale, ma anche mezzo di soddisfacimento di bisogni e interessi non patrimoniali<sup>19</sup>. Parimenti, con l'abbandono della tesi della natura unicamente patrimoniale del danno contrattuale come conseguenza della patrimonializzazione dell'interesse non patrimoniale di cui all'art. 1174 c.c. (cfr. A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, Milano, 1979, 131) la responsabilità da inadempimento ha guadagnato nuovi spazi.

Sull'affermazione della regola di risarcibilità del danno non patrimoniale da inadempimento, Cass., Sez. Un., 11 novembre 2008, nn. 26972, 26973, 26974, 26975, la prima pubblicata in *Resp. civ. prev.* 2009, 38 ss., con note di P.G. MONATERI, *Il pregiudizio esistenziale come voce di danno non patrimoniale*, di E. NAVARRETTA, *Il valore della persona nei diritti inviolabili e la complessità dei danni non patrimoniali*, di D. POLETTI, *La dualità del sistema risarcitorio e l'unicità della categoria dei danni non patrimoniali*, di P. ZIVIZ, *Il danno non patrimoniale: istruzioni per l'uso*; in *Foro it.*, 2009, I, c. 120 ss., con note di R. PARDOLESI e R. SIMONE, *Danno esistenziale e (sistema fragile): "die hard"*, di G. PONZANELLI, *Sezioni Unite: il nuovo statuto del danno non patrimoniale* e di E. NAVARRETTA, *Il valore della persona nei diritti inviolabili e la sostanza dei danni non patrimoniali*; in *Danno e resp.*, 2009, 19 e ss., con note di A. PROCIDA MIRABELLI DI LAURO, *Il danno non patrimoniale secondo le Sezioni Unite. Un "de profundis" per il danno esistenziale*, di S. LANDINI, *Danno biologico e danno esistenziale nelle sentenze della Cass. SS.UU. 26972, 26973, 26974, 26975/2008*, di C. SGANGA, *Le Sezioni Unite e l'art. 2059 c.c.: censure, riordini e innovazioni del dopo principio*.

In questo senso, in dottrina già prima del pronunciamento della Cassazione, con varietà di percorsi argomentativi, G. BONILINI, *Il danno non patrimoniale*, Milano, 1983; V. ZENO-ZENCOVICH, *Danni non patrimoniali e inadempimento*, in G. VISINTINI (a cura di), *Risarcimento del danno contrattuale ed extracontrattuale*, Milano, 1984, 109 ss.; ID., *Interesse del creditore e danno contrattuale non patrimoniale*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 77 ss.; M. COSTANZA, *Danno non patrimoniale e responsabilità contrattuale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1987, 127 ss.; C.

Dunque, danno non patrimoniale – anche alla luce dell’interpretazione adeguatrice degli artt. 2059 e 1218 c.c. alla Costituzione nonché della recentissima introduzione di ulteriori referenti normativi costituzionali, di cui alla L. Cost. 11 febbraio 2022, n. 1 – e accertamento dell’offesa di un valore della persona di rango costituzionale, in assenza di un collegamento con il nesso tipizzante di cui all’art. 185 c.p. (per il risarcimento del danno non patrimoniale da reato) o con altre fattispecie tipizzate.

Nella varietà di ipotesi concrete verificabili, quelle rilevanti possono ridursi a due: i) il prodotto collocato dall’intermediario si rivela inadeguato sotto il profilo ESG e parimenti dal punto di vista della *performance* finanziaria; ii) il prodotto risulta insensibile agli obiettivi eco-sostenibili ma remunerativo dal punto di vista economico.

Tra le due, la seconda ipotesi, com’è intuibile, è la più problematica, soprattutto nella prospettiva dell’interesse patrimoniale. Al contrario, il rimedio del risarcimento del danno non patrimoniale non andrebbe in contraddizione per la diversità di presupposti con l’andamento positivo della *performance* finanziaria e, dunque, con il lucro economico corrispondente al coesistente, ma diverso, interesse economico dell’investitore.

Non certo esenti da difficoltà sono l’allegazione e la prova del danno corrispondente al disagio patito dall’investitore nel constatare la non attitudine dello strumento finanziario sottoscritto a realizzare obiettivi di eco-sostenibilità o, magari, nell’aver messo a disposizione le proprie disponibilità finanziarie ad imprese note per la violazione dei diritti umani, ad imprese fossili, ecc.; nei relativi giudizi, sarebbe allora indispensabile fornire una contestualizzazione delle circostanze dell’illecito, dimostrazioni di fatto e allegazioni per consentire al giudice di formulare un giudizio di serietà del pregiudizio sofferto. Difficoltà che però contribuiscono al raggiungimento di quell’equilibrio tra, da un lato, l’aspettativa della reazione dell’ordinamento e il conseguente risarcimento della lesione

---

SCOGNAMIGLIO, *Il danno non patrimoniale contrattuale*, in (a cura di) S. MAZZAMUTO, *Il contratto e le tutele. Prospettiva di diritto europeo*, Torino, 2002, 467 ss.; M. RABITTI, *Il danno non patrimoniale da inadempimento contrattuale*, in *Resp. civ. prev.*, 2004, 340 ss.; A. LIBERATI, *Il danno non patrimoniale da inadempimento*, Padova, 2004.

dell'interesse giuridicamente protetto e, dall'altro lato, l'esigenza di controllare l'espansione smisurata della responsabilità.

Si diceva della *suitability rule*. Sul punto, la Commissione europea si è mossa nella direzione di integrare le valutazioni di sostenibilità proprio nel giudizio di adeguatezza degli investimenti finanziari ad opera degli intermediari. In effetti, con il Regolamento delegato (UE) 2021/1253<sup>20</sup> – entrato in vigore il 2 agosto 2022 – è stato integrato il regolamento attuativo della MiFID II introducendo previsioni in tema di sostenibilità. In particolare, il Regolamento 2021/1253 ha introdotto all'art. 2 del Regolamento 2017/565 la preferenza di sostenibilità, definendola come «la scelta, da parte di un cliente o di un potenziale cliente, di integrare o meno, e se sì in che misura, nel suo investimento uno o più dei seguenti strumenti finanziari»:

i) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in *investimenti ecosostenibili* (art. 2, punto 1, Reg. 2020/852);

ii) uno strumento finanziario per il quale il cliente o potenziale cliente determina che una quota minima deve essere investita in *investimenti sostenibili* (art. 2, punto 17, Reg. 2019/2088);

iii) uno strumento finanziario che considera i principali effetti negativi sui fattori di sostenibilità laddove elementi qualitativi o quantitativi comprovanti tale presa in considerazione sono determinati dal cliente o potenziale cliente (c.d. PAI – *Principal Adverse Impacts*).

Sullo stesso fronte, decisamente significativa è la modifica dell'art. 54 del Regolamento 2017/565, il quale novellato testo prevede delle innovazioni in tema di valutazione delle informazioni, raccomandazione degli investimenti e prestazione del servizio di consulenza.

Anzitutto, la norma oggi prescrive che gli intermediari finanziari debbano assumere tutte le informazioni rilevanti al fine di raccomandare investimenti che siano non soltanto corrispondenti agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio, ma anche alle «sue eventuali preferenze di sostenibilità» (par. 2). La

---

<sup>20</sup> Regolamento delegato (UE) 2021/1253 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) 2017/565 per quanto riguarda l'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità in taluni requisiti organizzativi e condizioni di esercizio delle attività delle imprese di investimento.

disposizione, poi, entra più nel dettaglio e chiarisce che le imprese di investimento, nel valutare le informazioni riguardanti gli obiettivi di investimento di un cliente, devono porre la propria attenzione non più soltanto sul periodo di tempo per il quale il cliente desidera conservare l'investimento, sulle preferenze in materia di assunzione del rischio, sulla tolleranza al rischio e sulle finalità d'investimento, ma anche sulle sue preferenze di sostenibilità (par. 5)<sup>21</sup>.

Ebbene, la lettura delle citate modifiche suggerisce l'idea che una spinta conformativa dei comportamenti degli intermediari finanziari e il rispetto delle preferenze di sostenibilità degli investitori possano derivare efficacemente non già dagli obblighi di *disclosure*<sup>22</sup> (come in

---

<sup>21</sup> Sul punto F. ADRIA, N. LINCiano, F. QUARANTA, P. SOCCORSO, *Profilazione della clientela ai fini della valutazione di adeguatezza. Follow up dello studio del 2012 su un campione di intermediari italiani*, in *Discussion papers Consob*, 2022, consultabile in *consob.it*, attenziona il profilo della compromissione dell'interazione tra intermediario e cliente a causa di alcuni *bias* comportamentali. In particolare, si evidenzia che il riferimento ai comuni stereotipi, quali «la tendenza a ritenere che un individuo condivida le preferenze del gruppo sociale di appartenenza, potrebbe influenzare la valutazione di adeguatezza e l'informativa al cliente. Ad esempio, le donne e le persone giovani, ad alto reddito e con un elevato livello di istruzione sono generalmente considerate più attente ai temi della sostenibilità rispetto ad altri investitori»; in questo senso, sopravvalutare le evidenze «a sostegno di tali stereotipi potrebbe indurre a ignorare le motivazioni e le preferenze di clienti che non appartengono a questi gruppi». Cfr. su quest'ultimo aspetto M. J. ROSZKOWSKI e J. E. GRABLE, *Estimating Risk Tolerance: The Degree of Accuracy and the Paramorphic Representations of the Estimate*, in *Journal of Financial Counseling and planning*, 16, 2, 2005.

<sup>22</sup> Critica l'esaltazione degli obblighi di informazione, P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-europeo delle fonti*, vol. IV, *Attività e responsabilità*, Napoli, 2020, 39-40 e 88-92; già in precedenza, sul necessario ridimensionamento del ruolo attribuibile all'informazione (*rectius*, al consenso informato) nella tutela del contraente più debole, cfr. ID., *Il diritto dei contratti fra persona e mercato. Problemi del diritto civile*, Napoli, 2003, 428 ss. e ID., *Nuovi profili del contratto*, in *Rass. dir. civ.*, 2000, 545 ss.; analizza l'ispirazione e l'efficacia delle discipline costruite intorno all'informazione, R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003, 151 ss.; ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 44 ss. e 51 ss.; ID., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 4, 2014, 1114 ss.; sul tema, significativo, A. MUSY, *Il dovere di informazione. Saggio di diritto comparato*, Trento, 1999, 3 ss., il quale conia l'espressione "contratto informato" e

parte riconosciuto dall'ESMA<sup>23</sup>) quanto dall'integrazione delle norme previste in tema di adeguatezza con i parametri ESG<sup>24</sup>.

La disponibilità di informazioni non finanziarie da parte degli investitori *retail* non pare poter rappresentare una soluzione al problema della incapacità dell'investitore non professionale di comprendere le caratteristiche dell'investimento finanziario<sup>25</sup>, in particolare a fronte di una complessità degli strumenti aumentata da nuovi parametri di adeguatezza<sup>26</sup>. Con riferimento agli investimenti finanziari, per così dire, eticamente neutri, la *disclosure* non ha rappresentato una soluzione<sup>27</sup> ed è allora lecito chiedersi se possa divenire determinante oggi, se fornire cioè informazioni non finanziarie

---

avanza delle perplessità rispetto alla sua progressiva accettazione quale nuovo dogma, giacché esso «presenta dei limiti oggettivi quando lo si cerca di misurare con il dato reale».

<sup>23</sup> ESMA, *Esma strategy 2023/2028*, 24, «While ESMA recognises that *disclosure has its limits*, by providing easy access to high-quality information, ESMA will empower retail investors to make well-informed investment decisions».

<sup>24</sup> Così anche A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *questa Rivista*, 3, 2022, *passim*, spec. 515.

<sup>25</sup> Pur a fronte del limitato ruolo riconoscibile agli obblighi informativi precontrattuali, in dottrina si segnalano diverse perplessità: anzitutto il rischio, già segnalato, che gli investitori non siano in grado di considerare e comprendere adeguatamente l'enorme mole di informazioni; l'incertezza derivante dalle formule linguistiche “prodotti che promuovono caratteristiche ambientali e sociali” e “prodotti aventi come obiettivo investimento sostenibili” nonché dalla vaghezza del principio del “non arrecare un danno significativo”; infine, con riguardo alle imprese medio piccole, la difficoltà e la gravosità economica di reperire e fornire tutte le informazioni richieste dalla regolamentazione. Così, E. BELLISARIO, *Le “autorità private” nell'era della sostenibilità. Gli impatti dell'ESG disclosure regulation e del taxonomy regulation*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, 16 bis, 2022, 121. Cfr., inoltre, G. AMATO, N. PIEROTTI, R. BENVENUTO, *Regolamento SDFR e norme tecniche di attuazione: la “sfida” delle sustainability disclosures*, in *dirittobancario.it*, 2020.

<sup>26</sup> Di diverso avviso è la commissaria per i servizi finanziari, la stabilità finanziaria e l'Unione dei mercati dei capitali, Mairead McGuinness, la quale – in occasione del recente avvio della consultazione pubblica sul Regolamento (UE) 2019/2088 – ha affermato che «le informazioni sulla sostenibilità sono fondamentali per consentire agli investitori di prendere decisioni informate sui loro investimenti» (si v. *dirittobancario.it/art/sfdr-consultazione-commissione-ue-sullinformativa-sulla-sostenibilita*).

<sup>27</sup> Cfr., *supra*, nota 19.



con lo scopo di ridurre il disallineamento conoscitivo tra le parti possa essere sufficiente per rendere l'investitore consapevole delle sue scelte d'investimento.

Alcuni studi analizzano quanto e con quale scopo gli investitori utilizzino le informazioni non finanziarie nelle loro scelte d'investimento ma senza concentrarsi sulla valutazione qualitativa e sull'utilizzo consapevole (o meno) di tali informazioni<sup>28</sup>. Alla luce delle citate precedenti esperienze nella contrattazione finanziaria, è ragionevole ritenere che, in ossequio alla richiamata *know your customer rule*, soltanto l'intermediario, quale soggetto in possesso di maggiori conoscenze e competenze e titolare di un ufficio di diritto privato<sup>29</sup>, sia in grado di tradurre le propensioni non economiche

---

<sup>28</sup> Considerazioni che possono ritenersi simili si rintracciano in A. AMEL-ZADEH e G. SERAFEIM, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, cit., 18, comparando utilizzo delle informazioni ESG e relative aspettative degli investitori: «full ESG integration is considered the most beneficial investment strategy by investors in terms of its impact on investment performance. The rating for this strategy is statistically higher than for any other strategy except for active ownership, which is the second highest ranked ESG strategy. 61% of investors believe that full ESG integration and 53% believe direct engagement with companies on ESG issues has a moderately or significantly positive impact on financial returns. In contrast, only 6% and 7%, respectively, believe these strategies to have a moderately or significantly negative impact on returns [...] The third most beneficial investment strategy is positive screening for which 60% of investors believe the financial impact to be moderately or significantly positive and 11% think the opposite. However, this strategy is much less frequently used».

<sup>29</sup> Per un approfondimento dell'impianto concettuale, R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giustizia civile*, 2, 2020, 321 ss.; ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, cit., 66 ss.; ID., *Dopo la crisi, come prima e più di prima (Il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di), *Swap tra banche e clienti. Le condotte e i contratti*, Milano, 2014, 66 ss.; ID., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1106 ss.; D. MAFFEIS, *Clausola e causa nel diritto civile della finanza*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 4, 2023, 938 ss.; ID., *Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori*, in G. GITTI, M. MAUGERI e M. NOTARI (a cura di), *I contratti per l'impresa. Banca, mercati, società*, II, cap. XII, Bologna, 2012, 227 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti, Le condotte e i contratti*, cit., 3 ss.; ID., *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 3, 67 ss. Sul presupposto teorico delle

dell'investitore *retail*, e in questo senso in effetti sono orientate le linee guida dell'ESMA<sup>30</sup>.

Secondo l'autorità europea, in particolare, «[l]e imprese dovrebbero far sì che le politiche e le procedure attuate per comprendere le caratteristiche, la natura e gli elementi dei prodotti di investimento (compresi i costi e i rischi) consentano loro di raccomandare investimenti adeguati o di investire in prodotti adeguati per conto dei loro clienti» (orientamento generale 7, par. 71); le imprese, quindi, dovrebbero «adottare procedure, metodi e strumenti solidi e obiettivi che consentano loro di valutare adeguatamente le diverse caratteristiche, compresi fattori di sostenibilità, e i fattori di rischio pertinenti (quali il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio di liquidità, ecc.) di ciascun prodotto di investimento che possono raccomandare o nel quale possono investire per conto dei clienti. [...] È particolarmente importante valutare il livello di "complessità" dei prodotti, che dovrebbe corrispondere alle informazioni del cliente (in particolare per quanto riguarda la relativa conoscenza ed esperienza). Sebbene «complessità» sia un termine relativo, che dipende da diversi fattori, le imprese dovrebbero anche tenere conto dei criteri e dei principi individuati nella direttiva MiFID II nel definire e misurare adeguatamente il livello di complessità da attribuire ai prodotti ai fini della valutazione dell'adeguatezza» (orientamento di supporto, par. 72).

Quanto alla parte-intermediario, tenuta alla trasposizione degli interessi (anche) non patrimoniali di controparte, l'ESMA precisa che «[l]e imprese sono tenute a garantire che il personale coinvolto in aspetti rilevanti del processo di adeguatezza possieda un livello adeguato di conoscenze e competenze» (orientamento generale 11, par. 104), chiarendo negli orientamenti di supporto che conoscenze e competenze devono riguardare anche «i criteri delle preferenze di sostenibilità»<sup>31</sup>.

---

costruzioni sopra richiamate, S. PUGLIATTI, *Esecuzione forzata e diritto sostanziale*, 1935, rist. Camerino, 1978, 21 ss.

<sup>30</sup> ESMA, *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* del 23 settembre 2022, trad. it. del 3 aprile 2023, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, consultabili in [esma.europa.eu](http://esma.europa.eu).

<sup>31</sup> Negli orientamenti di supporto, l'ESMA precisa che il personale deve «comprendere il suo ruolo nel processo di valutazione dell'adeguatezza e possedere le qualifiche, le conoscenze e le competenze necessarie, compresa una sufficiente

### 3. *Una rinnovata centralità dell'art. 21 del Testo Unico Finanziario. Interesse finanziario e non finanziario dell'investitore.*

La compiuta trasformazione del paradigma trova naturale espressione nella rilettura (o, meglio, riscrittura) dell'art. 21 del Testo Unico Finanziario, previsione – sin dalla sua introduzione – centrale nella struttura giuridica del sistema finanziario e che in combinato disposto con l'art. 47 Cost. colloca nel nostro ordinamento l'attività dell'intermediario finanziario nell'area dell'agire funzionale<sup>32</sup>.

In questo contesto, la formulazione di cui all'art. 21 TUF – seppur felice, giacché ha avuto il merito di rimarcare l'interrelazione dei fini e l'incidenza della violazione di regole di comportamento inerenti ai singoli rapporti con i clienti sulla complessiva affidabilità del mercato finanziario<sup>33</sup> nonché, viceversa, il ruolo che l'integrità dei mercati<sup>34</sup>

---

conoscenza delle norme e delle procedure pertinenti per l'esercizio delle responsabilità attribuitegli» e deve avere «le conoscenze e le competenze necessarie a norma dell'articolo 25, paragrafo 1, della MiFID II, anche per quanto riguarda la valutazione dell'adeguatezza. Il personale deve inoltre avere le conoscenze e le competenze necessarie in merito ai criteri delle preferenze di sostenibilità di cui all'articolo 2, paragrafo 7, del regolamento delegato MiFID II ed essere in grado di spiegare ai clienti i diversi aspetti con un linguaggio non tecnico. A tal fine, le imprese dovrebbero fornire al personale una formazione adeguata» (orientamenti di supporto, parr. 105 e 106).

<sup>32</sup> R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, cit., 1110 ss.; cfr. anche ID., *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, in (a cura di) R. DI RAIMO e A. GENTILI, *Le negoziazioni del rischio finanziario*, Napoli, 2016, 355 ss., ove, con riferimento all'agire funzionale, si richiama P. SPADA, *Persona giuridica e articolazioni del patrimonio: spunti legislativi recenti per un antico dibattito*, in *Riv. dir. civ.*, 2002, I, 848.

<sup>33</sup> Con la precisazione che tutela e meritevolezza degli interessi individuali «non si sovrappongono *sic et simpliciter* con la garanzia della integrità del sistema finanziario», giacché la sommatoria dei rischi assunti individualmente dagli investitori non necessariamente profila uno scenario complessivamente accettabile. Ne discorre R. DI RAIMO, *La finanza derivata e lo spirito delle discipline recenti: dalla patologia dei rapporti alle frontiere del rischio sistemico accettabile*, cit., 364.

<sup>34</sup> Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato immobiliare*, cit., 146. L'A. evidenzia che la disposizione che obbliga l'intermediario a rispettare l'integrità dei mercati «non può certo intendersi nel senso di porre in capo a agli intermediari una responsabilità per il corretto andamento dei mercati nel loro complesso; piuttosto, essa va intesa nel senso di richiedere all'intermediario un comportamento che non si ponga

assume nella soddisfazione dell'interesse del cliente investitore<sup>35</sup> – dev'essere, *de iure condito*, reinterpretata includendo nei concetti di «interesse dei clienti» e di «integrità dei mercati» le preferenze e i fattori di sostenibilità.

Al fondo di questa operazione v'è l'obiettivo di non consentire al soggetto deputato a intermediare le contrattazioni di prescindere dalle tendenze etiche dell'investitore. In questo senso, l'interesse del cliente potrà quindi essere inteso come unitario ovvero composito a seconda che il singolo cliente voglia considerare i fattori di sostenibilità nelle proprie scelte d'investimento oppure intenda farne a meno.

Pertanto, pure nelle ipotesi di indifferenza dell'investitore rispetto ai temi ESG, l'intermediario deve comunque tener conto dei rischi di sostenibilità: tali rischi, infatti, specialmente negli investimenti a medio-lungo periodo, potrebbero comunque incidere sulla redditività finanziaria<sup>36</sup> e, correlativamente, sull'interesse del cliente non ESG-oriented.

Una operazione ermeneutica che, per quanto essenziale, si prospetta difficile e i cui esiti variamente applicabili, anche in considerazione degli interessi spesso strutturalmente confliggenti nell'ambito delle contrattazioni finanziarie.

In prospettiva *de iure condendo*, è auspicabile una riformulazione della norma appena richiamata sì da tener conto dei criteri di sostenibilità; in altri termini, occorre che l'ordinamento finanziario si doti sul punto di una norma di principio che non lasci spazio a manovre

---

in contrasto con l'ordinato svolgimento dei mercati sui quali opera». Da qui la considerazione che, in questa prospettiva, la complessiva formula legislativa appare idonea «a rafforzare il legame che sussiste tra la disciplina dei comportamenti relativamente ai rapporti con i clienti, da un lato, ed il comportamento osservato dall'intermediario nell'operare sui mercati, dall'altro». Invero, i profili sarebbero connessi poiché la soddisfazione dell'interesse del cliente presupporrebbe il rispetto delle regole di ordinato svolgimento dei mercati. Così, il «riferimento alla “integrità” del mercato [...] dovrà intendersi nel senso di sicurezza, funzionalità, efficienza, trasparenza del comportamento tenuto dall'intermediario sul mercato».

<sup>35</sup> Cfr. P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in (a cura di) E. GABRIELLI e R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 255.

<sup>36</sup> In questo senso N. LINCIANO, E. CAFIERO, A. CIAVARELLA, G. DI STEFANO, E. LEVANTINI, G. MOLLO, S. NOCELLA, R. SANTAMARIA, M. TAVERNA, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione Europea*, cit., 73.

interpretative di comodo degli intermediari finanziari e, anzi, contribuisca a favorire riallocazioni delle risorse economiche verso investimenti sostenibili.

Per fornire una soluzione in tal senso, potrebbe essere opportuno specificare la natura – oramai, come si diceva – composita dell’interesse del cliente cosicché nella prestazione dei servizi e delle attività d’investimento e accessori, i soggetti abilitati si comportino con «diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l’interesse *finanziario e non finanziario* dei clienti e per l’integrità dei mercati». Al contempo potrebbe essere utile chiarire all’interno della disposizione i confini del significato di interesse non finanziario come indirizzato al miglioramento delle condizioni ambientali, sociali e concernenti il personale nonché al rispetto dei diritti umani, sulla falsariga della nozione di “fattori di sostenibilità” fornita dall’art. 2 del Regolamento UE 2019/2088 (*SFDR*).

Sul tema, in chiave elusiva, è emblematico e rafforza l’esigenza di una norma di principio quanto previsto dal nuovo art. 54, par. 10, del Regolamento delegato (UE) 2017/565<sup>37</sup>. Il testo, dopo aver chiarito che l’impresa di investimento non deve raccomandare né negoziare alcun servizio o strumento se non adeguato al cliente, ripropone la medesima logica anche con riferimento alla rispondenza degli strumenti finanziari alle preferenze di sostenibilità, prevedendo inoltre un obbligo di rappresentazione al cliente delle ragioni dell’astensione.

Se la lettura si fermasse qui, si potrebbe dire che il legislatore ha intrapreso la strada di una opportuna enfaticizzazione dei parametri di sostenibilità del cliente *ESG-oriented*. Tuttavia, la norma prosegue precisando che ove nessuno strumento finanziario sia in grado di soddisfare le preferenze di sostenibilità del cliente, egli possa decidere

---

<sup>37</sup> Come modificato dall’art. 1, comma 6, lett. d) dal Regolamento delegato (UE) 2021/1253, il quale al considerando n. 8 esprime le ragioni della modifica in questione: «È necessario chiarire che gli strumenti finanziari che non sono ammissibili in caso di preferenze di sostenibilità individuali possono comunque essere raccomandati dalle imprese di investimento, ma non come rispondenti a tali preferenze. Quando gli strumenti finanziari non soddisfano le preferenze di sostenibilità del cliente o potenziale cliente, quest’ultimo dovrebbe avere la possibilità di adattare le informazioni sulle sue preferenze, in modo da rendere possibile la presentazione di ulteriori raccomandazioni. Al fine di prevenire la vendita impropria e il *greenwashing*, le imprese di investimento dovrebbero tenere traccia della decisione di adattare tali informazioni e della relativa spiegazione».

di adattare le proprie preferenze di sostenibilità (e che di tali modifiche – e dei relativi motivi – l’intermediario dovrà conservarne traccia).

Dunque, una sorta di riprofilatura indotta, che interviene in ausilio dell’intermediario nel caso in cui egli intenda raccomandare un prodotto non rispondente alle preferenze di sostenibilità dell’investitore.

Ebbene, la suddetta modifica pone un tema di gerarchia tra valutazioni di adeguatezza, per così dire, di vecchia (finanziaria) e di nuova (non finanziaria) generazione. Ove si ritenesse infatti che la valutazione di adeguatezza connessa alla tolleranza al rischio e alla capacità di sostenere perdite da parte del cliente fosse gerarchicamente sovraordinata rispetto alla valutazione di adeguatezza collegata alle preferenze di sostenibilità, quanto previsto dal paragrafo 10 del richiamato art. 54 (ossia la possibilità di riprofilare il cliente-investitore) diventerebbe un comportamento regolare dell’intermediario e non invece eccezionale, come pure vorrebbe l’ESMA<sup>38</sup>.

In ipotesi simili, ossia in assenza di strumenti pienamente corrispondenti ai *desiderata* ESG, sarebbe stato invece auspicabile

---

<sup>38</sup> In questo senso sono indirizzate le *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements* del 23 settembre 2022, trad. it. del 3 aprile 2023, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, cit.

In altra prospettiva, criticano l’attuale assetto normativo A. PERRONE e A. CARDANI, *Servizi di investimento e finanza sostenibile. Le conseguenze non volute della recente disciplina europea*, in AA. VV., *La regolamentazione finanziaria: problemi aperti*, Osservatorio monetario, 2, 2022, 87-88, poiché, secondo gli autori, il presidio di maggiore efficacia, ossia la valutazione di adeguatezza, rischia di essere indebolito dall’incerto rapporto gerarchico tra rendimento finanziario e fattori di sostenibilità nella valutazione degli obiettivi di investimento del cliente poiché la disciplina amplia la discrezionalità dell’intermediario consentendo di ritenere adeguate operazioni altamente rischiose: «nel caso di distribuzione realizzata mediante servizi meramente esecutivi, come tipicamente accade con le piattaforme, l’assenza della valutazione di adeguatezza e di un *target market* negativo rendono possibile una distribuzione in cui i rischi dei prodotti finanziari sostenibili sono traslati in capo agli investitori senza alcuna tutela diversa dalla mera informazione all’investitore. Anche quest’ultimo presidio risulta, tuttavia, debole. Se, in termini generali, valgono le tradizionali cautele sulla ridotta efficacia della *disclosure* all’investitore, con specifico riferimento ai prodotti finanziari sostenibili le prescrizioni del SFDR sembrano più orientate a prevenire il greenwashing che a mettere in guardia sull’effettivo impatto dei rischi di sostenibilità sul rendimento dei prodotti finanziari messi a disposizione dagli intermediari».

imporre all'intermediario di ricercare (e proporre) investimenti quanto più rispondenti alle preferenze di sostenibilità (giacché «ad oggi sono stati sviluppati strumenti finanziari con vari livelli di ambizioni in materia di sostenibilità»<sup>39</sup>), con onere di motivazione rispetto all'offerta di strumenti non allineati al profilo ESG dell'investitore. Non è infatti l'assenza di strumenti finanziari pienamente adeguati ai valori non finanziari che può indurre ad una variazione delle inclinazioni etiche di un soggetto, trattandosi chiaramente di una *fictio* ideata per superare eventuali *impasse*<sup>40 41</sup>.

Tuttavia, l'ESMA nelle sue ultime linee guida sui requisiti di adeguatezza della MiFID II sostiene al paragrafo n. 81 che le preferenze di sostenibilità dovrebbero essere prese in considerazione soltanto dopo che l'adeguatezza sia stata valutata secondo i criteri di conoscenza ed esperienza, la situazione finanziaria e gli altri obiettivi di investimento. In questo modo, è nella seconda fase che potrà essere individuato il prodotto ovvero la strategia di investimento che soddisfi le preferenze di sostenibilità del cliente<sup>42</sup>.

L'interpretazione dell'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, a dire il vero, non è pienamente rispondente alla lettera della legge, poiché i novellati paragrafi 2 e 5 dell'art. 54 non pongono gerarchie tra i parametri ma includono le preferenze di sostenibilità negli obiettivi di investimento del cliente al pari degli altri elementi, distinguendo al più le ipotesi in cui non ci siano tali preferenze (la

---

<sup>39</sup> Considerando 6 del Regolamento delegato 2021/1253.

<sup>40</sup> Non incide sulla conclusione la precisazione dell'ESMA (orientamento 83) in merito alla circostanza che «Where a client adapts the sustainability preferences, this adaption should only refer to the investment advice in question and not to the client's profile in general».

<sup>41</sup> In tema si è suggerito di rimettere al cliente la scelta in ordine alla gerarchia tra obiettivi di rendimento e di sostenibilità, in assenza della quale «l'analisi precisa degli interessi in gioco e la ricerca di valori fondanti e prevalenti nell'ordinamento suggerisce [...] che il rendimento sia da preferire alla sostenibilità». Cfr. M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *questa Rivista*, 2, 2023, 270.

<sup>42</sup> Sul punto, M. COSSU, *Tassonomia finanziaria e normative dei prodotti finanziari sostenibili e governo societario*, cit., 470-471, identifica le ragioni dell'impostazione gerarchica dell'ESMA sia nella volontà di proteggere l'investitore da prodotti sostenibili finanziariamente inadeguati sia nell'intendimento di proteggere l'intermediario da responsabilità fondata sul *mismatch* tra prodotto finanziario e preferenze di sostenibilità del cliente.

norma discorre, come è giusto che sia, di «*eventuali* preferenze di sostenibilità») <sup>43</sup>.

In conclusione, occorre che i legislatori adottino una visione ampia e siano consapevoli che gli esiti della transizione non possono dipendere solo dall'attuale propensione degli investitori a scegliere prodotti finanziari sostenibili. È allora indispensabile, in primo luogo, prendere le mosse dalla normazione degli aspetti organizzativi e comportamentali dei protagonisti dell'economia reale, cioè anzitutto delle imprese; in secondo luogo, concentrarsi sull'adeguamento della disciplina della *product governance* e della *product intervention* affinché possano essere distribuiti prodotti finanziari con caratteristiche rispondenti alle esigenze ESG ed evitati il più possibile rischi di *mis-selling* <sup>44</sup>; infine, imporre agli intermediari la raccomandazione di investimenti realmente adeguati alle preferenze di sostenibilità degli investitori.

Le introduzioni disciplinari eurounitarie conducono a ritenere che il ruolo dell'intermediario oggi sia anche quello di farsi interprete delle preferenze di sostenibilità del cliente e di tradurle in investimenti adeguati pure sul piano dei nuovi parametri ESG, sebbene alcune previsioni rischino di vanificare sforzi e buoni propositi normativi.

---

<sup>43</sup> In questo senso V. COLAERT, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD Investor Protection Frameworks*, in D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRUNEWALD, *Sustainable finance in Europe*, Cham, 2021, 458.

Vero è anche che il considerando 5 del Regolamento delegato (UE) 2021/1253 afferma che le imprese di investimento, che forniscono consulenza in materia di investimenti, «prima di chiedere le potenziali preferenze di sostenibilità» dovrebbero «valutare gli altri obiettivi di investimento, l'orizzonte temporale e le circostanze individuali del cliente o potenziale cliente». Sul punto, decisamente critica V. COLAERT, *op. loc. cit.*

<sup>44</sup> Sul rapporto tra *product governance/product intervention* e *mis-selling*, di recente, F. ANNUNZIATA, D. COLONNELLO e A. LUPOI, *La mappatura dei prodotti finanziari nella prospettiva della tutela del risparmiatore*, cit., 69 ss.; C. B. MARTYSZ e J. P. RAKOWSKI, *Misselling consumer awareness study – Circumstances surrounding the occurrence of misselling*, in *International Journal of Management and Economics*, vol. 57, issue 2, 121-137, 2021, 123



## **Impatti della sostenibilità ambientale sulla valutazione del merito creditizio**

**SOMMARIO:** 1. La scelta di effettività alla base della regolazione europea in materia di sostenibilità ambientale. – 2. In particolare, il principio di sana e prudente gestione dell'attività bancaria e l'erogazione responsabile del credito al servizio degli obiettivi di sostenibilità ambientale: introduzione alle principali ricadute applicative e sistematiche. – 3. Segue. Il problema della materialità posto dalla applicazione di metriche ambientali alla valutazione del merito creditizio. – 4. Il *backward-looking approach* applicato al merito creditizio ambientale. Prima ipotesi: le perplessità connesse alla valorizzazione della sostenibilità ambientale in sede di valutazione retrospettiva del merito creditizio di impresa. Possibili attriti con il principio di continuità aziendale. – 5. Il *forward-looking approach* applicato al merito creditizio ambientale. Seconda ipotesi: la valutazione prospettica del merito creditizio d'impresa. Obbligo di diniego del prestito per il caso di impieghi ad impatto ambientale negativo. – 6. Segue. Terza ipotesi: i contratti di finanziamento con finalità di transizione. Compatibilità del criterio della sostenibilità ambientale con il metodo economico dell'art. 2082 c.c. e con il principio di sana e prudente gestione dell'impresa bancaria. Conseguente estensione dei confini della concessione abusiva di credito. – 7. Segue. Quarta ipotesi: i contratti di finanziamento finalizzati a progetti di implementazione delle esternalità ambientali positive. Accentuazione della caratterizzazione funzionale dell'impresa bancaria e ammissibilità di finanziamenti agevolati a favore delle imprese virtuose. – 8. La proposta di un intervento sulla disciplina generale del merito creditizio che assorba il criterio della sostenibilità ambientale e si articoli diversamente a seconda della qualificazione soggettiva del debitore.

### *1. La scelta di effettività alla base della regolazione europea in materia di sostenibilità ambientale.*

Ci si trova nel mezzo di un vivacissimo dibattito sulle possibili reazioni del mercato all'ondata di fonti sovranazionali e atipiche ispirate al comune obiettivo della transizione ecologica. La spinta eversiva al superamento dell'accezione prettamente utilitaristica del mercato e al subingresso di principi etici nell'economia<sup>1</sup> passa oggi, infatti, da un processo di inarrestabile produzione normativa

---

<sup>1</sup> Sul rapporto tra etica e mercato H. SCHÄFER, *Sustainable finance. A Conceptual Outline*, Stuttgart, 2012, su *ssrn.com*; D. SCHOENMAKER e W. SCHRAMADE, *Corporate finance and sustainability: a teaching note*, 2020, *ivi*.

multilivello che, nel mentre sancisce la fragilità del sistema tradizionale di classificazione delle fonti, dimostra definitivamente l'efficacia di un modello regolamentare fluido e stratificato, in grado di sfruttare il collegamento diretto, e quindi il condizionamento reciproco, tra le azioni dei diversi attori del mercato.

E così, mentre sul piano internazionale il percorso della sostenibilità ambientale si è avviato più che altro sotto forma di una dichiarazione di intenti<sup>2</sup>, la percezione più concreta della attinenza del tema a quello della tenuta del sistema economico nel suo complesso inizia a prospettarsi con il Protocollo di Kyoto del 2005, la Dichiarazione di Rio del 2008 e gli Accordi di Parigi del 2015, per poi tradursi nella programmazione di obiettivi temporali e azioni connesse soltanto con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, alla quale fa eco un'infinita serie di interventi di normazione primaria e secondaria europea, immediatamente impattanti sulle regole degli operatori economici. Per prima è venuta la transizione ecologica avviata per il settore degli investimenti finanziari, là dove già la direttiva sulle informazioni non

---

<sup>2</sup> A partire dalla Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente Umano del 1972, fino al Rapporto Brundtland del 1987.

finanziarie del 2014<sup>3</sup>, e poi la seconda direttiva azionisti del 2018<sup>4</sup>, testimoniano il convincimento di un'influenza economica delle *performance* non finanziarie d'impresa e orientano verso una diversa visione delle relazioni interne ed esterne alla stessa. A seguire, il Regolamento sull'Informativa di Sostenibilità dei Servizi Finanziari<sup>5</sup> e quello sull'istituzione di un quadro per favorire gli investimenti sostenibili<sup>6</sup> hanno inaugurato classificazioni che intaccano il confine tra le regole di rendicontazione classica del risultato economico di un'attività e le sue componenti non finanziarie. Il processo di

---

<sup>3</sup> Si tratta della prima Dir. 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifiche alla direttiva 2013/34/UE, recepita dall'Italia con il d.lg. 30 dicembre 2016, n. 254. V. al riguardo il Rapporto 2021, su *consob.it*. A seguire, si è avuta la seconda Dir. 2022/2464/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il Reg. 537/2014/UE, e le Dir. 2004/109/CE, 2006/43/CE, 2013/34/UE. V. anche Comunicazione della Commissione del 20 giugno 2019 (*Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario: integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima*). A ciò si accoda l'iniziativa di enti appositamente interessati a definire le tecniche della rendicontazione sostenibile (v. il contributo dell'*International Financial Reporting Standards Foundation* (IFRS) nella creazione di *standard* comuni di sostenibilità (*Sustainability Standards Board*). Per approfondire, v. AA.VV., *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, Consob, Roma, 2021, 68 ss. In dottrina si rileva l'inappropriatezza della locuzione «informazioni non finanziarie», giacché la trasparenza è funzionale alla mitigazione dei rischi e quindi delle perdite che gli emittenti potrebbero subire e che, a sua volta, conduce ad un corretto calcolo del valore attuale del patrimonio sociale. Si suggerisce, quindi, il riferimento alle «informazioni non contabili» (S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974).

<sup>4</sup> Il riferimento è alla Dir. 2017/828/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017, recante modifiche alla Dir. 2007/36/CE, recepita dall'Italia con il d.lg. 14 luglio 2020, n. 84. Si noti, in particolare, il passaggio del considerando 14° nel quale si chiede «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti [...] basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse», e lo si ritiene «una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo».

<sup>5</sup> Reg. UE 2019/2088 del Parlamento e del Consiglio del 27 dicembre 2019.

<sup>6</sup> Reg. UE 2020/852 del Parlamento e del Consiglio del 18 giugno 2020, c.d. *Tassonomia*, integrato dal Reg. delegato (UE) n. 2021/2139 (c.d. "Atto Clima") e seguito dal nuovo Reg. delegato 2023/3850 e 3851.

transizione si è poi esteso al settore bancario e assicurativo, attraverso una serie parimenti estesa di regolamenti di settore<sup>7</sup> e l'azione complementare delle Autorità indipendenti, impegnate nella elaborazione di altrettante linee guida e norme tecniche<sup>8</sup>. Nel settore del credito bancario, inoltre, il tema della sostenibilità ambientale si esprime su un terzo piano di azione, affidato all'intervento settoriale delle autorità del credito internazionali ed europee: dal *Financial Stability Board*<sup>9</sup>, alla *Bank of International Settlements*<sup>10</sup>, fino alla Banca Centrale Europea giungono altrettanti documenti tecnici dalla forte vocazione regolatoria<sup>11</sup>. Infine, su un ultimo e diverso livello, quello della reazione delle grandi imprese civili al processo in corso, opera la tecnica del *comply or explain* dei codici di condotta<sup>12</sup>.

---

<sup>7</sup> V. Reg. 2021/1256/UE che modifica il Regolamento delegato 2015/35/UE sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nella *governance* delle imprese di assicurazione e riassicurazione; Reg. 2021/1257/UE che modifica i Reg. 2017/2358/UE e 2017/2359/UE sull'integrazione dei fattori di sostenibilità, dei rischi di sostenibilità e delle preferenze di sostenibilità nei requisiti di controllo e di governo del prodotto per le imprese di assicurazione e i distributori di prodotti assicurativi e nelle norme di comportamento e nella consulenza in materia di investimenti per i prodotti di investimento assicurativi.

<sup>8</sup> Per l'utilità ai fini della trattazione che segue, si cita qui soltanto il contributo dell'EBA con il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* del 2021; il *Mapping climate risk: Main findings from the EU-wide pilot experience* del 2021 e le *Guidelines on loan origination and monitoring* del 2020, tutti disponibili su [eba.europa.eu](http://eba.europa.eu).

<sup>9</sup> Di cui v. il *Roadmap for Addressing Financial Risks from Climate Change, 2022*, disponibile su [fsb.org](http://fsb.org).

<sup>10</sup> Di cui v. i *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks, 2022*, su [bis.org](http://bis.org).

<sup>11</sup> V. l'Agenda BCE per il clima 2022, [bce.europa.eu](http://bce.europa.eu); la *Supervisory assessment of institutions' climate-related and environmental risks disclosures, 2022*, *ivi*; il *report Climate-related risk and financial stability, 2021*, *ivi*; le *Linee Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e aspettative, 2020*, *ivi*.

<sup>12</sup> Si pensi al Codice di Governo societario del Regno Unito disponibile su [frc.org.uk](http://frc.org.uk) e al nostro *Codice di Corporate governance*, su [borsaitaliana.it](http://borsaitaliana.it). Per l'Italia, v. il Codice delle società con azioni quotate sul mercato telematico azionario del 2020. In particolare, secondo il Principio I del *Codice di corporate governance* italiano la funzione dell'organo amministrativo delle società quotate è quella di perseguire «il successo sostenibile», là dove questo è definito come «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder*

L'altalena della produzione normativa non accenna peraltro a fermarsi<sup>13</sup>, e oggi torna a pendere verso l'adozione di misure dalla portata dirompente, perché impattanti anche sulla autonomia della disciplina di impresa. Il riferimento è alla proposta di direttiva del 23 febbraio 2022 (*Corporate Sustainability Due Diligence*) la quale, in continuità con la Risoluzione del Parlamento Europeo del 10 marzo 2021 sul dovere di diligenza e responsabilità delle imprese, prospetta una rivisitazione funzionale, e quindi anche strutturale, dell'impresa comune.

Nel complesso, lo scenario descritto impone all'interprete la piena consapevolezza che l'equilibrio economico generale dipende oggi da connessioni causali forti tra gli effetti delle misure adoperate in ciascuno dei principali ambiti dell'economia. È questo, d'altronde, l'argomento principe (una sorta di cavallo di Troia) prescelto dal sistema regolamentare europeo per espugnare la fortezza del diritto patrimoniale classico e del primato dell'autonomia negoziale nei rapporti inter-privati, entrambi reputati di ostacolo alla possibilità di fronteggiare le emergenze ciclicamente vissute dai mercati, perché incapaci di offrire un approccio, tanto flessibile quanto sistemico, alla gestione dei nuovi rischi.

Se non che, l'insufficiente livello di investimenti disponibili per la transizione ambientale<sup>14</sup>, costringe la stessa azione regolamentare a puntare proprio su una decisa interferenza sulla autonomia privata e sulla rete delle relazioni contrattuali<sup>15</sup> per ovviare alle tempistiche e ai

---

rilevanti per la società». Sull'interpretazione del Codice, v. P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 39 ss.; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 372 ss.

<sup>13</sup> Sulla complessità del quadro normativo in continua evoluzione v. R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, 168 ss.

<sup>14</sup> Secondo il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, sul quale v. Comunicazione della Commissione, Bruxelles, 8 marzo 2018, su *eur-lex.europa.eu*, il divario annuo di investimenti per realizzare gli obiettivi climatici ed energetici dell'UE entro il 2030 è di 180 miliardi di euro, cifra superiore ai fondi del bilancio UE e ai fondi pubblici disponibili in generale.

<sup>15</sup> V. la Comunicazione *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, 2021, in *ec.europa.eu*, p. 2, n. 7, ove la Commissione europea riferisce come «le prove dimostrano che i mercati dei capitali, così come le obbligazioni verdi

limiti di iniziative puramente politiche e a connotazione strettamente pubblicistica.

Il sistema frammentato delle fonti alle quali è affidata la transizione ecologica, per come già delineatosi, e per come si completerà con le nuove direttive europee, oltre a costituire un punto di rottura (dal) e di non ritorno (al) sistema preconstituito delle regole dell'iniziativa e della contrattazione privata, manifesta la capacità di superare il problema della democraticità<sup>16</sup> di questa normazione perché, facendo leva diretta sul consenso implicito, diffuso e irrinunciabile alla sostenibilità ambientale, spinge questo tema con la forza dell'imperativo etico fatto proprio dalle generazioni *post-millennials*, e così prova a scavalcare i possibili attriti con il ceto produttivo. Se, quindi, la giustificazione causale di questo processo si trova tutta nella priorità attribuita al fine perseguito, il metodo di esso è rafforzato dall'idea di un positivo riavvicinamento tra politica, economia e società civile<sup>17</sup>. D'altra parte, proprio una delle regole di fondo del mercato – quella della correlazione tra domanda e offerta – si dimostra idonea a spiegare come la sostenibilità ambientale, in quanto moderna componente della prima, possa condizionare la seconda e costringerla a strutturarsi secondo

---

e i mercati azionari, sono efficaci nell'accelerare il finanziamento della transizione». In argomento, v. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina al dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 517.

<sup>16</sup> Come osservato già agli esordi della questione ambientale da B. DENTE, *Sviluppo sostenibile e democrazia sono compatibili?*, in B. DENTE e I. MUSU, *Bruno Dente e Ignazio Musu discutono Su «Progetto per Una Economia Verde» di D. Pearce, A. Markandya e E. Barbier*, in *Stato e Mercato*, 1992, 328: «non c'è bisogno di citare la celeberrima battuta di Groucho Marx («perché dovrei preoccuparmi dei discendenti? in fondo essi che cosa hanno fatto per me?») per rendersi conto che il principio dello sviluppo sostenibile pone formidabili problemi di costruzione del consenso».

<sup>17</sup> Dallo studio della Banca d'Italia, *Gli effetti del cambiamento climatico sull'economia italiana. Un progetto di ricerca della Banca d'Italia*, M. ALPINO, L. CITINO, G. DE BLASIO e F. ZENI, (a cura di), n. 728, 2022, 120, spec. fig. 17.2, è emerso che l'elasticità degli investimenti verdi all'offerta di credito è più elevata dove l'importanza attribuita alla protezione dell'ambiente è maggiore, riscontrandosi quindi l'esistenza di una relazione di complementarità tra risorse finanziarie e preferenze della popolazione.

regole anche esse sostenibili<sup>18</sup>. L'includere la questione ambientale nelle dinamiche di mercato sembra essere l'unica vera via per pragmatizzarla: l'interesse ambientale, invece che sconfessare il pensiero economico classico, arriva oggi – in qualche misura – a corroborarlo, riportando in auge autorevoli opinioni, secondo le quali soltanto trasformando la natura in merce essa assume quel valore che la fa esistere storicamente ed economicamente<sup>19</sup>.

In tale contesto, il presente contributo intende verificare come la valutazione del merito creditizio ambientale possa svolgersi nel rispetto dei concorrenti interessi alla sana e prudente gestione dell'attività di erogazione e alla conservazione della continuità aziendale, soprattutto delle piccole e medie imprese.

---

<sup>18</sup> Come osservato da L. CARRERA, *Gli intricati percorsi della responsabilità sociale di impresa*, in *Studi soc.*, 2005, 422, questa mutazione della domanda nel mercato si coniuga con l'emergere sulla scena economica della figura del consumatore-cittadino (richiamata da S. ZAMAGNI, *Responsabilità sociale dell'impresa: presupposti etici e ragioni economiche*, 2003, su *camcom.it*, 4), interessato a operare scelte socialmente responsabili nella sua condotta di consumo. La razionalità di questo nuovo modello di consumatore viene «incrociata e almeno temperata da altre razionalità, evitando di lasciare la società nuda e senza protezione di fronte alla volontà del mercato» (F. CASSANO, *Homo civicus». La ragionevole follia dei beni comuni*, Bari, 2004, 22). Sembrano poter concorrere a questo obiettivo di circolarità del processo di transizione le nuove proposte di direttiva del Parlamento e del Consiglio sulla fondatezza delle dichiarazioni ambientali o *environmental claims* (c.d. direttiva *Green Claims*) del 22 marzo 2023, e sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione del 30 marzo 2022.

<sup>19</sup> Per queste riflessioni, v. G. CORONA, *Diritto e natura: la fine di un millennio*, in *Meridiana. Rivista di storia e scienze sociali*, 1997, 134, ove anche il rinvio a P. BEVILACQUA, *Natura e lavoro. Analisi e riflessioni intorno a un libro*, ivi, 1994, 15-43. Secondo l'a., a p. 131: «il diritto di proprietà rappresenterebbe uno degli incentivi più potenti a tutelare le risorse». V. anche M. BRESSO, *Pensiero economico e ambiente*, Torino, 1982, 55-65.

*2. In particolare, il principio di sana e prudente gestione dell'attività bancaria e l'erogazione responsabile del credito al servizio degli obiettivi di sostenibilità ambientale: introduzione alle principali ricadute applicative e sistematiche.*

Nel quadro disegnato, l'impresa bancaria si presta a fare da prezioso tramite nel processo di concretizzazione degli obiettivi della sostenibilità ambientale. Nell'ambito dell'attività bancaria, e soprattutto di quella di erogazione del credito, è infatti ben rappresentata la dialettica tra disciplina del contratto e disciplina del mercato sulla quale puntano i regolatori per assicurare pervasività<sup>20</sup> al modello di sviluppo sostenibile. In particolare, si è scelto di sfruttare il ruolo di traino<sup>21</sup> che l'impresa bancaria può assolvere per la transizione ambientale di quella comune<sup>22</sup>, avviando dal basso dell'esperienza negoziale sui singoli contratti di finanziamento una dinamica virtuosa per declinare secondo nuove *nuancée*<sup>23</sup> lo scopo delle organizzazioni lucrative<sup>24</sup>. La portata di questa nuova opzione si rivela dirompente perché non sceglie di accantonare nell'area di uno statuto speciale

---

<sup>20</sup> G. MASTRODONATO, *Gli strumenti privatistici nella tutela amministrativa dell'ambiente*, in *Riv. giur. amb.*, 2010, 707 ss., spec. § 4.

<sup>21</sup> In dottrina, rintraccia nel sistema attuale una forte inclinazione a rappresentare gli istituti di credito come una delle «locomotive» di una transizione – per l'appunto, quella sostenibile – particolarmente «cara e dispendiosa», F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi giur. ec.*, 2022, 315 ss.

<sup>22</sup> In R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023, 6 ss., si osserva: «il sistema bancario, come quello finanziario in generale, almeno nelle intenzioni del legislatore potrebbe – ma occorrerebbe vagliarne la legittimità – assumere un ruolo di motore di un processo di transizione, privilegiando il finanziamento verso iniziative *green*, affrontando così il c.d. rischio di transizione».

<sup>23</sup> Per questa osservazione v. F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 457.

<sup>24</sup> D'altronde, un percorso simile è già stato vissuto nella disciplina degli enti pubblici. Anche qui la tutela dell'ambiente è stata avviata da un'azione indiretta di condizionamento dell'attività degli enti: per questa ricostruzione v. C. FELIZIANI, *Industria e ambiente. Il principio di integrazione dalla Rivoluzione Industriale all'economia circolare*, in *Dir. amm.*, 2020, 843 ss.



l'iniziativa economica sostenibile<sup>25</sup>, ma prova ad assorbirla nella stessa fisionomia dell'impresa ordinaria attraverso meccanismi di indirizzo della circolazione della ricchezza e modelli persuasivi di buona amministrazione.

Il ruolo riservato all'impresa bancaria all'interno di questo fenomeno fa forza, in particolare, sul naturale aggancio tra sostenibilità e principio di erogazione responsabile del credito. Ed invero, il giudizio di sostenibilità in senso lato del credito si incardina in quello più generale di sana e prudente gestione che obbliga le banche a regolare l'offerta di credito tenendo conto di ogni fattore in grado di mettere a rischio le capacità di rimborso del debitore. In questi termini, la sostenibilità del credito, oltre che regola essenziale della *compliance* bancaria, è espressione della razionalità economica descritta dall'art. 2082 c.c. e consente di sfruttare un linguaggio condiviso tra impresa bancaria e impresa comune.

Punto nevralgico dell'erogazione responsabile è la valutazione del merito creditizio del richiedente; esattamente in questo punto si colloca, quindi, la prova di reattività delle banche ai mutamenti in corso. Non è questa la sede per riportare le evoluzioni dei contributi dottrinali e giurisprudenziali sulle ricadute che il criterio del merito creditizio ha in termini di conformazione dei rapporti tra banca e impresa<sup>26</sup>; certo è però quanto questo tema rappresenti bene il problema del bilanciamento tra interesse generale e particolare, costantemente rievocato da questioni come quella sull'esistenza o meno di un diritto soggettivo al credito<sup>27</sup>,

---

<sup>25</sup> Inevitabile il parallelo, dal lato dell'impresa civile, con l'impresa sociale e, dal lato del ceto bancario, con le banche etiche.

<sup>26</sup> Sia consentito il rinvio a G. CAZZETTA, *Continuità aziendale e tutela del credito. Il finanziamento bancario all'impresa in crisi*, Napoli, 2020.

<sup>27</sup> Sul punto v. soprattutto le opinioni di R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 320 ss., spec. § 11; D. POLETTI, *La responsabilità della banca per diniego del credito nelle decisioni dell'Arbitro bancario finanziario*, in *Resp. civ. prev.*, 2014, 1461 ss.; F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. civ.*, 2015, 569 ss. Da ultimo, sollecitata dalla crisi pandemica, la riflessione di F. CIRAOLO, *Finanziamenti di piccolo importo assistiti da garanzia pubblica (art. 13, comma 1, lett. m), decreto Liquidità, diniego di credito e responsabilità della banca*, in *Riv. dir. banc.*, 2021, 313 ss.

o quella speculare dei presupposti per l'imputazione in capo all'intermediario di responsabilità da concessione abusiva<sup>28</sup>.

Del dibattito, mai placato, sul merito creditizio si riprenderanno, in questa occasione, i passaggi necessari a inferirne considerazioni, pratiche e di sistema, utili a suggerire soluzioni che siano capaci di governare l'impatto dei nuovi *standard* ambientali per preservare la continuità delle relazioni banca-impresa: questa continuità, infatti, dimostratasi centrale in un tempo di crisi cicliche e sistemiche<sup>29</sup>, si conferma essenziale in un mercato volto non solo alla transizione verso modelli ad impatto ambientale neutro, ma anche alla promozione di iniziative ad impatto ambientale c.d. positivo.

Ebbene, per l'inquadramento della questione occorre prendere le mosse dal collegamento tra sostenibilità finanziaria e ambientale sancito dalle Linee guida della BCE 2020<sup>30</sup>, ove si riconosce che i

---

<sup>28</sup> L'ampia letteratura sul tema consente qui di indicare solo alcuni degli interventi della dottrina, tra i quali v. F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»*. La responsabilità da informazioni inesatte, in *Contr. impr.*, 1991, 639 ss.; R. SGROI SANTAGATA, «Concessione abusiva del credito» e «brutali interruzioni del credito»: due ipotesi di responsabilità della banca, in *Dir. fall.*, 1994, 628 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Sulla responsabilità dell'impresa bancaria per violazione degli obblighi discendenti dal proprio status*, in *Giur. it.*, 1995, 359 ss.; B. INZITARI, *Le responsabilità della banca nell'esercizio del credito: abuso nella concessione e rottura del credito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, 65 ss.; M. NUZZO, *Concessione abusiva del credito e responsabilità extracontrattuale della banca*, in *Resp. civ e prev.*, 2003, 839 ss.; A. VISCUSI, *Concessione abusiva di credito e legittimazione del curatore fallimentare all'esercizio dell'azione di responsabilità*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, 655 ss.; M. ROBLES, *Erogazione «abusiva» di credito, responsabilità della banca finanziatrice e (presunta) legittimazione attiva del curatore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 280; ID., *Abusivo finanziamento bancario e poteri di intervento del curatore fallimentare*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2005, 949 ss.; F. DI MARZIO, *Abuso nella concessione del credito*, Napoli, 2004, 162 ss. Per una recente ricostruzione dei profili problematici della figura: L. DI BRINA, *Abuso del diritto e concessione di credito*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber amicorum*, in onore di G. Alpa, Milano, 2019, 543 ss.; G.P. LA SALA, *La responsabilità da abusiva concessione di credito alle imprese nella prospettiva del codice civile (con qualche riflessione critica sugli orientamenti della giurisprudenza recente)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 805 ss.

<sup>29</sup> Il riferimento è, naturalmente, alla recente pandemia da Covid-19 e al conflitto bellico tra Ucraina e Russia.

<sup>30</sup> *Guida BCE sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, 2020, cit.

cambiamenti climatici e il degrado ambientale danno origine a mutamenti strutturali incidenti sulle attività economiche e, di conseguenza, sul sistema finanziario.

La percezione e la gestione di queste variabili richiedono di estendere l'istruttoria della banca sui rischi prudenziali oltre i confini tradizionali, per abbracciare la valutazione delle due possibili varianti del rischio climatico e ambientale. La prima, il c.d. *rischio fisico*, ossia l'impatto finanziario diretto di eventi metereologici e degrado ambientale; la seconda, il c.d. *rischio di transizione*, ossia la eventualità di perdite finanziarie, dirette o indirette, in conseguenza dell'adesione dell'impresa a un processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale; tale seconda variante può, a sua volta, tradursi in conseguenze dirette sulla redditività dell'impresa finanziata (per es. danni materiali o cali della produttività), oppure in conseguenze indirette (per es. successive interruzioni delle catene produttive). A questo quadro si aggiunge l'ulteriore possibilità che i rischi fisici e di transizione si presentino sotto forma di altrettante categorie e sottocategorie di rischio già conosciute. Si pensi al rischio di perdite derivanti da azioni legali (c.d. rischio di responsabilità legale), nonché alla eventualità di danni reputazionali legati all'atteggiamento del pubblico, delle controparti e/o degli investitori (c.d. rischio reputazionale)<sup>31</sup>.

Da qui le ragioni dell'aspettativa n. 8 della stessa BCE che, nella gestione del rischio di credito, gli enti tengano conto dei rischi climatici e ambientali «in tutte le fasi pertinenti del processo di concessione e che ne effettuino il monitoraggio all'interno dei propri portafogli». In

---

<sup>31</sup> Sempre dallo studio della BI: «[l]a relazione tra disponibilità di credito e investimenti verdi è a priori ambigua. Gli investimenti verdi non sono necessariamente finalizzati a massimizzare il profitto delle imprese in quanto sono guidati dalla necessità di ridurre le loro esternalità negative sull'ambiente. In quest'ottica la disponibilità di credito potrebbe avere un effetto limitato sulla scelta di effettuare questo tipo di investimento. Negli ultimi anni tuttavia, per effetto dei cambiamenti climatici in atto e delle conseguenti modifiche nelle preferenze ambientali dei consumatori, gli imprenditori hanno incorporato tra le funzioni obiettivo dell'azienda gli impatti ambientali della propria attività (Hart and Zingales, 2017; Pàstor et al., 2021), anche per evitare di incorrere in danni reputazionali che possono nuocere all'attività d'impresa nel suo complesso; la scelta di effettuare investimenti verdi potrebbe rivelarsi economicamente razionale e quindi soggetta anche alla disponibilità di risorse finanziarie».

particolare – prosegue l’aspettativa 8.1 – gli enti dovrebbero maturare un giudizio riguardo al modo in cui i rischi climatici e ambientali «incidono sul rischio di *default*», sebbene non senza la possibilità di tenere conto «della qualità della gestione dei rischi climatici e ambientali da parte del cliente». Coerentemente, l’aspettativa 8.5 prevede che i sistemi di determinazione del prezzo dei crediti siano in grado di riflettere la propensione al rischio di credito e la strategia aziendale utilizzata per i rischi climatici e ambientali, ivi compresa l’ammissibilità di strategie per «incentivare la clientela» alla mitigazione di tali rischi<sup>32</sup>.

Dal confronto tra la linea d’azione tracciata da queste aspettative e il *framework* di Basilea, emerge come il passaggio più problematico vada individuato nella gestione dell’impatto con i requisiti minimi del primo pilastro. Mentre, infatti, si è già avviata l’azione nell’ambito del secondo e del terzo pilastro, rispettivamente adeguando i processi di vigilanza e quelli per l’informativa al mercato<sup>33</sup>, si avverte maggiore cautela nella decisione di intervenire sui requisiti di capitale<sup>34</sup>: l’interrogativo è se gli obiettivi ambientali possano davvero giustificare una variazione dei requisiti patrimoniali obbligatori, eventualmente

---

<sup>32</sup> Secondo le Linee guida, p. 39: «[g]li enti potrebbero, ad esempio, fissare il tasso di interesse applicato ai prestiti sostenibili a un livello coerente con la maggiore resilienza verso tali rischi e il conseguente miglioramento del merito di credito a condizioni diversamente invariate. Per le banche che concedono prestiti sostenibili, il processo di adeguamento del tasso di interesse potrebbe essere collegato al conseguimento di obiettivi di sostenibilità da parte del cliente in un periodo di tempo predefinito durante il quale i rischi climatici e ambientali si riducono».

<sup>33</sup> G. SIANI, *Banche e imprese: prime evidenze sulla gestione dei rischi climatici e ambientali*, Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d’Italia, Comitato ristretto Piccole Banche, ABI, 24 novembre 2022, il quale, su questo punto rinvia ai *Principles for the effective management and supervision of climate-related financial risks* per l’individuazione di una serie di linee guida non prescrittive, volte a promuovere virtuose prassi di gestione dei rischi supportando il necessario confronto dialettico tra banche e supervisori. V. anche la proposta di Regolamento del Parlamento e del Consiglio che modifica il Reg. UE n. 575/2013 per la revisione della normativa prudenziale (CRR3-CRD6) del 21 ottobre 2021.

<sup>34</sup> Allo stato, in Europa, è in corso il dialogo tra l’EBA e le banche più significative per appurare se e come i rischi ambientali possano essere incorporati nel primo pilastro (v. il *Discussion paper* EBA/DP/2022/02), ossia se attraverso l’introduzione di un *Green Differentiated Capital Requirements* (GDCR), ovvero solo rettificando i requisiti esistenti per adeguarli al trattamento delle esposizioni verdi o dannose.

anche inaugurando l'introduzione di appositi parametri di proporzionalità diretta tra *performance* ambientale e tasso di sconto dei prestiti<sup>35</sup>.

Ci si muove dunque, ancora, in un'area grigia in costante evoluzione, e all'interprete spetta la sfida di tentare una lettura di raccordo tra il sistema preesistente e il continuo divenire dell'innovazione normativa. Nel concreto dell'attività bancaria di erogazione, si tratta soprattutto di comprendere come al normale processo di *scoring* della solvibilità di un cliente possa affiancarsi, fino ad essere integrato, un secondo livello di *scoring* non basato su una tecnica di quantificazione del valore attuale e interno all'impresa, ma orientato all'apprezzamento della sua dimensione, anche reputazionale e sociale, nel medio-lungo periodo. Nelle trame di questa complicazione dei passaggi dell'istruttoria preliminare all'erogazione del credito si insinuano diversi profili problematici, in parte nuovi, e in parte riacutizzati dalla questione ambientale, cui si dedicheranno le pagine che seguono.

Innanzitutto, viene il nuovo problema della materialità, ossia quello del perfezionamento di metriche e *standard* in grado di bilanciare gli obiettivi della sostenibilità ambientale con lo stato di salute attuale delle imprese italiane, e con la loro ancora embrionale consapevolezza e preparazione agli obiettivi di sostenibilità: un tema finanziariamente materiale, come quello ambientale, è destinato infatti ad avere una ricaduta sul bilancio civilistico dell'impresa; occorre, quindi, ambire ad una rappresentazione quanto più realistica e robusta del legame tra *performance* ambientali e risultato economico, da una parte, e tra rischio di *default* e decisione sull'erogazione, dall'altra. Il che, evidentemente, diventa operazione molto complessa per un settore come quello del credito *retail*, escluso dagli obblighi di informazione non finanziaria<sup>36</sup> e non interessato dalle proposte sulla *due diligence*, dunque estraneo al processo di informazione circolare e di monitoraggio e collaborazione del creditore che sta interessando la transizione ecologica nel credito *corporate*.

---

<sup>35</sup> Come da proposta dell'*European Banking Federation*.

<sup>36</sup> Per vero, la Raccomandazione della Commissione 2023/1425, suggerisce a queste imprese di utilizzare i principi semplificati indicati per le piccole e medie imprese quotate o altri principi volontari di informativa. Ciò in attesa di principi distinti e proporzionati elaborati dall'EFRAG.

Un secondo livello di riflessione richiede l'individuazione delle condizioni contrattuali attraverso le quali la banca può assolvere al suo ruolo di protagonista della transizione ecologica nel rispetto del singolo profilo dell'impresa richiedente il credito. In tale contesto, si prospetta di far emergere la qualifica di ufficio<sup>37</sup> ricoperta in via sussidiaria<sup>38</sup> dal ceto bancario e le sue possibili declinazioni a seconda del livello di sostenibilità fattivamente perseguibile dalle imprese interessate.

Su un ultimo livello teorico, ma non meno importante per l'indirizzo futuro della prassi applicativa, si trova infine la persistente questione di sistema relativa alla opportunità di introdurre una previsione generale nell'impianto T.u.b. dedicata all'obbligo di valutazione del merito creditizio da parte della banca e che includa anche la condotta ambientale del richiedente il credito.

---

<sup>37</sup> La qualifica di ufficio di diritto privato attribuibile al ruolo della banca è mutuata dalla riflessione della dottrina nella materia dei contratti finanziari, ove v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit.; ID., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in A. GORASSINI e R. TOMMASINI (a cura di), *I Maestri del Diritto Civile*. Salvatore Pugliatti, Napoli, 2016, 457 ss.; ID., *Fisiologia e patologia della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. CORTESE e F. SARTORI (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Pisa, 2010, 66 ss.; ID., *Dopo la crisi, come prima e più di prima (il derivato finanziario come oggetto e come operazione economica)*, in D. MAFFEIS (a cura di) *Swap tra banche e clienti, Le condotte e i contratti*, Milano, 2013, 66 ss.; ID., *Categorie della crisi economiche e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1095 ss.; D. MAFFEIS, *La natura e la struttura dei contratti di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2009, 67 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in ID. (a cura di), *Swap tra banche e clienti*, cit., 2013, 3 ss. Per la giurisprudenza, v. App. Milano, 18 febbraio 2013, in *dirittobancario.it*.

<sup>38</sup> Sussidiarietà orizzontale, sulla quale v. P. PERLINGIERI, *La sussidiarietà nel diritto privato*, in *Rass. dir. civ.*, 2016, 687 ss.; E. DEL PRATO, *Principio di sussidiarietà sociale e diritto privato*, in *Giust. civ.*, 2014, 382 ss.

3. *Segue. Il problema della materialità posto dalla applicazione di metriche ambientali alla valutazione del merito creditizio.*

Mutuando la riflessione condotta dalla dottrina<sup>39</sup> per il caso di credito al consumatore, anche per il finanziamento alle imprese può ritenersi che la regola del merito creditizio sintetizzi, in sostanza, il conflitto tra l'esigenza della gestione standardizzata dei rapporti di credito, rappresentata dalle banche, e quella della valutazione personalizzata di affidabilità, rappresentata dal richiedente il prestito, con l'unica differenza che, mentre qui la dialettica tra gli interessi in gioco rimane tutta interna alla ricerca dell'equilibrio generale di mercato, li finisce per spostare l'asse verso una valutazione del rischio da sovraindebitamento del debitore finalizzata alla tutela della sua dimensione più personale<sup>40</sup>.

Come anticipato, la percezione di questo conflitto nell'ambito del finanziamento all'impresa si acuisce oggi in considerazione della difficoltà di adattare l'esistente quadro prudenziale alla valutazione dei rischi climatici e ambientali i quali, a differenza delle variabili autenticamente patrimoniali e finanziarie, presentano un *deficit* oggettivo di materialità. La natura intangibile dei fattori ambientali si scontra, in pratica, con l'esigenza di fornirne un'esatta stima quantitativa e una prova attendibile della loro incidenza sul rischio di credito. Non a caso, sebbene da parte di appositi studi si attestino<sup>41</sup> la

---

<sup>39</sup> V. F. QUARTA, *Il credito ai consumatori tra contratto e mercato. Percorsi di studio sul prestito «responsabile»*, Napoli, 2020, 98, ove il richiamo a M. DE POLI, *Le regole di comportamento dei «creditori» nella direttiva 2008/48/Ce in materia di credito al consumo*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2009, 47; E. CATERINI, *Controllo del credito, tutela del risparmio e adeguatezza nel finanziamento «finalizzato»*, 49 ss.; E. MINERVINI, *Il sovraindebitamento del consumatore e la direttiva 2008/48/CE*, ivi, 65 ss.; S. LAROCCA, *L'obbligo di verifica del merito creditizio del consumatore*, ivi, 231 ss., tutti in V. RIZZO, E. CATERINI, L. DI NELLA E L. MEZZASOMA (a cura di), *La tutela del consumatore nelle posizioni di debito e credito*, Napoli, 2010.

<sup>40</sup> V. ancora R. DI RAIMO, *Debito, sovraindebitamento ed esdebitazione del consumatore: note minime sul nuovo diritto del capitalismo postmoderno*, in E. LLAMAS POMBO, L. MEZZASOMA, U. RANA e F. RIZZO (a cura di), *Il sovraindebitamento del consumatore tra diritto interno e ordinamenti stranieri*, Napoli, 2018, 41.

<sup>41</sup> C. CATTANEO e M. MODINA, *Basilea 2 e PMI. Impatti sulla gestione e sulla relazione banca-impresa*, Milano, 2006. Anche dalla terza valutazione periodica della BCE, pubblicata il 21 aprile 2023, per stimare il grado di preparazione delle banche

crescente attenzione delle banche alle *performance* ambientali delle imprese finanziate, questo apprezzamento appare ancora per lo più effettuato su basi qualitative, o limitato ad alcuni tipi specifici di rischio fisico o di transizione<sup>42</sup>; le informazioni impiegate dagli intermediari si presentano, quindi, in gran parte parziali e non opportunamente comprovate<sup>43</sup>. Le banche più rappresentative non esitano a manifestare le loro riserve rispetto alla possibilità di usufruire a breve di dati sufficienti, affidabili e comparabili<sup>44</sup>. D'altra parte, la stessa Tassonomia, nonostante i progressivi aggiornamenti<sup>45</sup>, lascia fuori settori di attività allo stato non sufficientemente filtrabili dai parametri ESG. Del pari, i temi della sostenibilità ambientale sono tali e tanti (cambiamento climatico, circolarità, filiera dei rifiuti ecc.) da non potersene pretendere la valorizzazione paritaria all'interno del profilo della singola impresa.

Si osserva, per l'effetto, che la mancanza di dati omogenei e strutturati rende, allo stato attuale, impraticabile l'adozione dell'auspicato approccio *bottom-up*, misurato cioè sulle caratteristiche

---

significative, emerge che la maggioranza degli operatori ha preso atto della centralità del tema ambientale; dichiara di percepire l'esposizione al rischio climatico nell'arco temporale della pianificazione corrente e di aver avviato procedure elementari per rispondere almeno alle aspettative BCE.

<sup>42</sup> Come riferito dall'AIFIRM (Associazione Italiana *Financial Industry Risk Managers*), *L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, 2021, 64, le informazioni vengono reperite, principalmente, attraverso l'uso di questionari, visite in loco, raccolta di informazioni, valutazione diretta del comportamento ambientale della controparte. Cfr. C. ANGELICO, I. FAIELLA e V. MICHELANGELI, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria, Note di stabilità finanziaria e vigilanza*, n. 29 del 29 giugno 2022, in *bancaditalia.it*, 2; S. ANCHINO, A. CIAVARELLA, P. DERIU, F. FIORE, S. NOCELLA, M. TAMBUCCI e A. TURI, con la collaborazione di G. CAROTENUTO, D. GARIBOLDI, S. LA CIVITA, E. LEVANTINI, e A. RUSSO, *Gestione del risparmio e sostenibilità: l'approccio dei gestori in Italia. Survey sull'applicazione di criteri ESG nell'ambito delle politiche di investimento e delle attività di stewardship da parte dei gestori di attivi, Quaderno di finanza sostenibile*, n. 2, giugno 2022, in *consob.it*.

<sup>43</sup> Ancora, il riferimento è alla terza valutazione periodica della BCE del 2023.

<sup>44</sup> V. Studio effettuato da BlackRock FMA e commentato da AIFIRM, in *L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, cit., 65, fig. 6.

<sup>45</sup> V. da ultimo quelli contenuti nel nuovo *Sustainable finance package* del 13 giugno 2023.



specifiche del cliente<sup>46</sup>. Né conforta l'esistenza di sistemi autorevoli di valutazione del *rating* ambientale<sup>47</sup>, essendo emersa una notevole differenza di risultati a parità di società esaminate<sup>48</sup>.

Le perplessità aumentano, peraltro, non appena si confronti l'obiettivo di inserire gli *standard* ambientali nel *rating* di impresa con alcune delle indicazioni provenienti dalle stesse Linee guida EBA<sup>49</sup>, nella parte in cui esse promuovono un approccio olistico alla valutazione del merito creditizio, incentrata cioè sulla valorizzazione di elementi soprattutto qualitativi e su una visione prospettica del *business* aziendale. Il possibile contrasto tra la tendenza a una quantificazione delle prestazioni ambientali dell'impresa e le linee guida EBA può apprezzarsi anche in relazione al minor peso da esse attribuito alle garanzie del credito. Dovendo le banche considerare quale principale fonte di rimborso del prestito il flusso di cassa generato dalla gestione operativa del cliente e, solo eccezionalmente, i proventi della dismissione di beni o di rami aziendali, e le eventuali garanzie reali, l'attenzione del finanziatore sembra doversi concentrare sul *business plan*, sull'organizzazione, e sulle capacità imprenditoriali. Questo approccio, traslato sui temi della sostenibilità ambientale, dovrebbe consentire di lasciare su un secondo piano l'impatto del rischio fisico sulla consistenza dei beni dell'impresa, se controbilanciato da prospettive di razionalità economica (per i finanziamenti comuni), o di

---

<sup>46</sup> L'alternativa più agevole di un approccio *top-down*, basato cioè sull'utilizzo di dati disponibili a livello di aree geografiche o settori, e sulla creazione di classi di rischio di credito standardizzate, trascura completamente di considerare le peculiarità della controparte. Per tutte queste valutazioni v. ancora dall'AIFIRM (Associazione Italiana Financial Industry Risk Managers), *L'integrazione dei fattori ESG nella valutazione del rischio di credito*, cit.

<sup>47</sup> Tra tutti, Morgan Stanley CI, Refintiv, Bloomberg.

<sup>48</sup> L'Europa ha preso atto del problema e con il *Sustainable finance package* del 13 giugno 2023, ha compiuto un primo passo elaborando una proposta di Regolamento per i fornitori di *rating* ambientale, sociale e di *governance*, finalizzata ad aumentare la trasparenza sul mercato degli investimenti e sottoporlo al controllo dell'ESMA.

<sup>49</sup> EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, in *eba.europa.eu*, cit. Vale la pena ricordare, in questa sede, che l'ambito applicativo delle Linee guida è esteso e comprende anche l'area del credito *retail*. Sull'impatto della misura v. G. DE LAURENTIS, *Analisi finanziaria e processi del credito dopo le Linee guida EBA*, Roma, 2021.

sostenibilità ambientale nel lungo periodo (per i finanziamenti con finalità di transizione o ad impatto ambientale positivo).

Che si debba assicurare materialità agli obiettivi della transizione accordandoli alla tenuta dell'organizzazione aziendale nel suo complesso lo dimostra l'ultimo intervento della Commissione europea contenuto nel *Sustainable finance package* del 13 giugno 2023, dove si incentiva il ricorso a veri e propri piani aziendali per una rappresentazione razionale e credibile del percorso di sostenibilità intrapreso dall'impresa<sup>50</sup>. Dunque, l'adesione a programmi di sostenibilità può non essere operazione indolore per l'impresa e va, per questo, accompagnata da adeguati presidi.

Per appurare il pericolo di disfunzioni connesse all'applicazione standardizzata del merito creditizio ambientale, basti qui riportare l'esempio utilizzato dalla dottrina per portare alla luce le contraddizioni insite nella applicazione del *rating* non finanziario anche in presenza di realtà imprenditoriali di successo come la società *Coca-Cola*. Il merito creditizio, in tal caso, può essere ritenuto presente se commisurato alle variabili economico-finanziarie classiche, così come se calcolato su alcune variabili ambientali soltanto (per esempio, tipo di utilizzo dell'acqua, riduzione dell'impronta di carbonio, contributo all'agricoltura sostenibile), in relazione alle quali l'impresa ottiene pure risultati apprezzabili: pare essersi, quindi, in presenza di una coincidenza di segno positivo tra prestazioni ambientali ed economico-patrimoniali classiche, in quanto la ricaduta materiale delle prime alimenta l'andamento delle seconde. Tuttavia, si osserva: «come può la vendita di qualcosa che alcuni chiamano “acqua zuccherata tossica” essere reputata socialmente corretta?»<sup>51</sup>. In situazioni come questa, l'applicazione categorica di tutti gli *standard* ambientali, uniti a quelli sociali, e alla visione di medio lungo-periodo, potrebbe in effetti ridurre l'affidabilità del debitore (si pensi anche solo al futuro rischio reputazionale o legale); sicché si dimostra la possibilità di anomalie generabili dalla considerazione generalizzata e non contestualizzata delle componenti non finanziarie.

---

<sup>50</sup> V. la citata Raccomandazione della Commissione 2023/1425 sull'agevolazione dei finanziamenti per la transizione verso un'economia sostenibile, contenuta nel *Sustainable finance package* del 13 giugno 2023. Difficile non cogliere, in questo frangente, il parallelo con l'idea del piano di ristrutturazione delle imprese in crisi.

<sup>51</sup> A.R. PALMITER, *Capitalism, heal thyself*, in *Riv. soc.*, 2022, 293 ss.

La relazione tra *standard* ambientali e affidabilità creditizia dell'impresa non risulta così cristallina e lineare da consentire di essere valorizzata a prescindere da un adeguamento su misura dell'istruttoria creditizia, e ciò non soltanto nell'interesse della parte prenditrice, ma anche in quello alla stabilità dell'intera catena di relazioni economiche dell'impresa finanziabile<sup>52</sup>.

Conferma l'esito di questa riflessione il lavoro svolto da una *task force* istituita nel 2021 dall'EFRAG<sup>53</sup> la quale, nell'indicare raccomandazioni per la definizione di *standard* ambientali europei, ha avanzato la proposta di adottare il criterio della c.d. doppia rilevanza, ossia di apprezzare separatamente la prospettiva *inside-out* relativa all'impatto dell'attività d'impresa su società, persone ed ambiente, e quella *outside-in* incentrata sulla previsione delle modalità con le quali le questioni di sostenibilità possono influire effettivamente sul suo risultato economico: in altre parole, tenere distinta la materialità di impatto da quella finanziaria in senso stretto per gestirne il rapporto in modo non standardizzato.

Gli argomenti appena sviluppati sono ugualmente utili ad affrontare il secondo profilo di problematicità individuato, relativo alla sperimentazione di soluzioni negoziali che incidano sulle condizioni economiche del prestito, eventualmente anche graduandole in funzione degli impieghi delle somme erogate. Come accennato, qui la soluzione possibile può essere quella di incoraggiare la caratterizzazione funzionale dell'attività bancaria<sup>54</sup> legittimandola alla creazione di offerte di credito personalizzate che utilizzino le variazioni di tasso,

---

<sup>52</sup> La visione allargata delle variabili incidenti sull'equilibrio economico generale emerge chiara nella citata Raccomandazione 2023/1425 ove si incoraggiano le grandi imprese e gli intermediari finanziari ad applicare il principio di proporzionalità quando interagiscono con le PMI e a dar prova di moderazione nel richiedere informazioni ai *partner* della catena del valore delle PMI (v. art. 13 e 14).

<sup>53</sup> *European Financial Reporting Advisory Group*, di cui v. *European Sustainability Reporting Guidelines 1 Double materiality conceptual guidelines for standard-setting*, su *efrag.org*, spec. 26-27.

<sup>54</sup> Un riconoscimento del carattere funzionale dell'attività bancaria nel momento dell'erogazione del credito si trova nella recente Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2022, 173 (con nota di L. BENEDETTI, *La ridefinizione della fattispecie della concessione abusiva di credito ad opera della Cassazione*), ove si sottolinea che la concessione abusiva di credito «investe direttamente il profilo delle funzioni della banca e dei moduli di svolgimento della sua attività».

piuttosto che altri espedienti negoziali accessori al prestito (si pensi all'assicurazione sul rischio climatico per il rischio fisico, e a *covenant* sulla gestione e organizzazione aziendale per il rischio di transizione), come rimedi alla scarse prestazioni ambientali della parte finanziata o, addirittura, come incentivi all'adozione di programmi ambientali ad impatto positivo. Nel primo caso, la conformazione negoziale dell'operazione di finanziamento da parte della banca servirebbe a conciliare il valore della sostenibilità con quello della continuità aziendale<sup>55</sup>: la possibilità di regolare il tasso di interesse e le altre condizioni economiche del prestito consente cioè di coordinare il principio della sostenibilità, se non con il controverso e accennato problema della esistenza di un diritto soggettivo al credito, almeno con il principio della continuità posto al centro del nuovo Codice della crisi di impresa e dell'insolvenza, ove pure si accentua il ruolo di garanzia attribuito al ceto creditorio ai fini di una gestione anticipata delle difficoltà dell'impresa debitrice. Nel secondo caso, le stesse tecniche negoziali potrebbero essere impiegate come veri e propri fattori di accelerazione e moltiplicazione degli effetti della transizione ambientale.

Si giustificerebbe, in tale cornice, la applicazione di un procedimento contrattuale ispirato al modello della c.d. *know your customer rule*, elaborato per i contratti finanziari e già esteso da alcune voci autorevoli<sup>56</sup> all'area del credito ai consumatori, dove si declina non

---

<sup>55</sup> Emblematico è l'esempio portato dal Fondo italiano investimenti beneficiario di un finanziamento bancario per impieghi non direttamente attinenti alla transizione ambientale e, tuttavia, regolato da una tecnica di definizione trimestrale del *pricing* condizionata al conseguimento di *standard* ESG appositamente selezionati in base alle caratteristiche del prestatore. L'esperienza del fondo è stata testimoniata dal dott. R. DEL GIUDICE, nel corso del Webinar del Forum per la finanza sostenibile, *L'integrazione dei criteri ESG nella valutazione del merito creditizio. Opportunità sfide e prospettive future*, 20 aprile 2021.

<sup>56</sup> Da G. FALCONE, "*Prestito responsabile*" e valutazione del merito creditizio, in *Giur. comm.*, 2017, 147 ss., § 3, il quale ricorda che questa possibile interpretazione era stata fatta propria anche dalle autorità creditizie: il decreto del Mef del 3 febbraio 2011, con riguardo alla materia della valutazione del merito creditizio disciplinata dal nuovo art. 124 *bis* T.u.b., aveva evidenziato che tale valutazione doveva considerarsi necessaria non soltanto «al fine di evitare comportamenti non prudenti» dal punto di vista del finanziatore, ma anche per «assicurare pratiche responsabili nella concessione del credito». Sul richiamo alla *know your customer rule*, T. FEBBRAJO, *La nuova disciplina dei contratti di credito "al consumo" nella Dir. 2008/48/CE*, in

solo come obbligo di diniego del prestito insostenibile<sup>57</sup>, ma anche come ricerca della soluzione più adeguata alle esigenze del soggetto finanziato<sup>58</sup>. Alla banca è affidato il compito di accompagnare le imprese in un percorso di sostenibilità che, attraverso le buone prassi, impedisca *trade off* tra *performance* ambientale dell'impresa e crescita economica razionale. La condotta esigibile dall'impresa non può essere, infatti, quella corrispondente al massimo sforzo ambientale possibile, ma quella effettivamente funzionale al suo successo economico e che le imputi la gestione dei rischi ambientali e climatici effettivamente governabili. Tra gli effetti collaterali del fenomeno della transizione ambientale, in sostanza, non vi è solo quello di chi voglia approfittare, abusandone, del fenomeno ambientale (c.d. *greenwashing*), ma anche quello dell'eccesso di isolamento dell'impresa *brown*<sup>59</sup>.

---

*Giur. it.*, 2010, 227; A. NIGRO, *Linee di tendenza delle nuove discipline di trasparenza. Dalla trasparenza alla "consulenza"?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2011, 20; A.A. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna 2013, 124 ss.; G. PIEPOLI, *Sovraindebitamento e credito responsabile*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, 38 ss.; D. IMBRUGLIA, *Regola di adeguatezza e validità del contratto*, in *Eur. dir. priv.*, 2016, 335 ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 2020, 320 ss., § 11. Per una visione critica, v., invece, M. GORGONI, *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 755-775.

<sup>57</sup> In particolare, ricollega l'obbligo di astensione all'idea di ordine pubblico di protezione sottesa dall'art. 124 *bis* T.u.b., M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 687 ss., spec. § 7.

<sup>58</sup> V. Corte giust., 6 giugno 2019, C-58/18 e Corte giust. 5 marzo 2020, C-679/18, entrambe su *dirittobancario.it* e segnalate da M. SEMERARO, cit., la quale attribuisce alle decisioni il merito di avere anticipato la rilevanza delle informazioni personalizzate a un momento antecedente alla stessa definitiva formulazione della proposta contrattuale da parte del finanziatore, con significative aperture nei riguardi pure dell'obbligo di offerta di un prodotto adeguato. V. anche G. LIBERATI BUCCIANI, *Merito creditizio e obbligo di non concludere il contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 93 s.

<sup>59</sup> F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) "aspettative"?*, in *Nuove Leggi civ. comm.*, 2022, 1252, il quale riferendosi allo studio della Banca d'Italia, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., 9 s., alla tabella 1, ricorda che: «iniziative regolamentari volte ad accelerare la transizione *green* potrebbero generare – soprattutto se introdotte in modo disordinato e inatteso – maggiori costi e/o minori ricavi per quelle imprese con maggiore impronta

4. *Il backward-looking approach applicato al merito creditizio ambientale. Prima ipotesi: le perplessità connesse alla valorizzazione della sostenibilità ambientale in sede di valutazione retrospettiva del merito creditizio di impresa. Possibili attriti con il principio di continuità aziendale.*

A questo punto pare potersi affermare che, pur nella consapevolezza della appartenenza del tema della sostenibilità ambientale del credito alla cornice valoriale dell'art. 41 cost., per come rimodulato dall'ultima riforma costituzionale (l. 11 febbraio 2022, n. 1), resta allo stato la difficoltà di selezionare *best practice* in grado di affiancare l'innovazione legislativa e regolamentare, e di impedirne un'applicazione cieca, sconnessa dal tessuto economico-sociale di riferimento. La partita va tutta giocata, insomma, intorno alla «ricerca di un punto di equilibrio tra profitto e sostenibilità»<sup>60</sup>.

In questa prospettiva, l'opzione metodologica prescelta propone di selezionare quattro diverse ipotesi di applicazione della sostenibilità ambientale al merito creditizio. L'individuazione di queste ipotesi segue l'approccio suggerito dalle stesse Linee guida EBA e, quindi, si avvale della distinzione tra valutazione retrospettiva del merito creditizio (c.d. *backward-looking approach*), fondata sull'analisi dei dati e delle informazioni aziendali di carattere storico e consuntivo, e valutazione prospettica (c.d. *forward-looking approach*), incentrata viceversa sui dati e le informazioni aziendali riferite agli orizzonti temporali futuri dell'impresa.

Dal solco di questa distinzione, emerge subito l'interrogativo sul quale fondare la prima ipotesi, e cioè se sia ammissibile una valutazione retrospettiva delle *performance* ambientali di un'impresa in relazione

---

carbonica, c.d. "*brown*" (ad es. settore della trasformazione e trasporto delle energie fossili, automotive, ecc.), con conseguente peggioramento del merito creditizio della controparte. Questo rischio si intensifica per quelle imprese il cui modello di *business* non risulta proiettato verso un'economia circolare». La logica di una transizione che non trascuri le minoranze e che segua un principio di proporzionalità giustificando anche trattamenti agevolati è già alla base di interventi come la Direttiva del Parlamento e del Consiglio sulla prestazione energetica nell'edilizia del 14 marzo 2023.

<sup>60</sup> P. MONTALENTI, *La società per azioni dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo di Cataldo*, II, 2, Torino, 2021, 686.

alla richiesta di finanziamenti ordinari non vincolati, cioè, ad impieghi *green*. Un tale controllo da parte del creditore, salvo il solo caso del rischio fisico attuale<sup>61</sup>, non pare assecondare effettivamente gli obiettivi di medio-lungo periodo della transizione ambientale e non è, per ciò, sufficiente a superare il primato del merito creditizio calcolato sulle sole variabili economico-finanziarie classiche.

Ed invero, se il controllo sull'impatto ambientale attuale dell'impresa dovesse dare esito neutro o positivo, esso non aggiungerebbe altro al riscontro altrettanto positivo della normale solidità economico-finanziaria del debitore, neppure in termini di politiche del *pricing*. Ove, invece, esso dovesse avere esito negativo, a parità di condizioni economiche-finanziarie dell'impresa, non dovrebbe consentire il diniego del prestito da parte della banca, perché esso equivarrebbe a sbarrare la strada della transizione ambientale all'impresa impreparata e, tuttavia, con margini di miglioramento delle sue prestazioni ambientali. In altre parole, va preservata l'operatività delle imprese che, pur avendo conformato la loro condotta alla legge per tempo vigente, risultino esposte ad un rischio (legale, reputazionale, di impatto futuro interno/esterno) legato alle loro inefficienze ambientali e preventivato dai nuovi *standard* ecologici. Tale rischio, a ben vedere, per quanto ricollegato alla condotta passata dell'impresa, non sembra alla stessa imputabile in termini di inaffidabilità creditizia, a meno di non voler attribuire alla banca un giudizio di valore del debitore che superi i confini di un'istruttoria finalizzata al solo accertamento delle capacità di rientro dal debito<sup>62</sup>.

---

<sup>61</sup> Il rischio fisico attuale e concreto che riguardi un bene incluso nel patrimonio dell'impresa ricade direttamente sui beni soggetti alla responsabilità del debitore e si rappresenta attraverso una svalutazione del cespite nello stato patrimoniale. In tal caso, quindi, l'incidenza del rischio sull'affidabilità creditizia dell'impresa rientra nella normale valutazione della sua consistenza economica-finanziaria. Non è escluso, tuttavia, che qui lo stesso rischio possa essere contenuto mediante il ricorso a forme di assicurazione del credito, là dove la banca intraveda comunque benefici nella prospettiva della continuità aziendale.

<sup>62</sup> Come emerge dalle osservazioni dell'EBA nel *Discussion paper* del 2 maggio 2022, interventi radicali a favore degli investimenti *green* rischiano di muovere i capitali esclusivamente a vantaggio di attività verdi, provocando un accumulo del rischio in settori economicamente ancora poco competitivi e non resistenti nel lungo periodo, e togliendo risorse operative ai settori di attività ancora dannose per l'ambiente ma con un potenziale per la transizione ambientale.

Resta l'ipotesi più complessa dell'impresa la quale, oltre alle scarse prestazioni ambientali, presenti una situazione economico-finanziaria fragile o in decrescita. Qui la valutazione negativa dell'impatto ambientale, se in linea di massima può aggravare il giudizio di affidabilità creditizia concorrendo a motivare il diniego del prestito, nel caso singolo, può invece rappresentare l'occasione per proporre all'impresa soluzioni negoziali (*covenant*, graduazioni di tasso condizionate ad obiettivi ambientali) che, inducendo la transizione, offrano prospettive concrete di miglioramento del suo risultato complessivo. In questo modo si testerebbe, peraltro, la coerenza interna del processo di transizione che, nel mentre consente di considerare la *performance* ambientale negativa di un'impresa idonea a ridurre il *rating* bancario, deve anche poter far assumere che un miglioramento della prima inciderà positivamente sul secondo. Investire nella transizione non può significare soltanto condizionare l'erogazione ad impieghi immediatamente collegati alla causa *green*, ma anche strutturare l'operazione di finanziamento ordinario secondo contenuti finalizzati a preservarne quella continuità operativa che è preconditione della transizione stessa e, prima ancora, del contenimento delle posizioni deteriorate in capo alle banche<sup>63</sup>.

Una conferma di questo sembra trovarsi nella già citata Raccomandazione della Commissione 2023/1425, contenente l'invito rivolto agli intermediari finanziari a dialogare con le imprese beneficiarie degli investimenti in fase di transizione, «in particolare ove vi sia un fabbisogno significativo di finanziamenti», valutando anche il modo per tenere conto delle prestazioni in materia di sostenibilità, degli obiettivi e dei piani di transizione delle imprese «nella valutazione del rischio di attivi non recuperabili, e più in generale dei rischi fisici e di transizione<sup>64</sup>»: l'impressione è quella di un provvedimento che ha colto

---

<sup>63</sup> Utile, a questo proposito, la distinzione tra i *Green Loans* e i *Sustainability Linked Loans*, così come definiti dai principi emessi dal *Loan Market Association* (LMA) e promossi dall'*International Capital Market Association* (ICMA).

<sup>64</sup> V. spec. art. 10 della menzionata Raccomandazione, inserita tra le misure del nuovo *Sustainable finance package* dello scorso 13 giugno 2023. In quest'ambito la raccomandazione suggerirebbe la possibilità di fissare incentivi per incoraggiare solidi risultati rispetto agli obiettivi di transizione dell'impresa, ad esempio ricompensando i progressi compiuti verso gli obiettivi di transizione o i criteri della tassonomia attraverso tassi di interesse allettanti sulla base, tra l'altro, di un rischio di transizione ridotto o di un miglioramento dei costi di finanziamento.



tutta l'esigenza di un trattamento particolareggiato delle imprese meno in grado di agganciare nell'immediato la transizione. L'acquisizione di questo risultato proietta, ancor di più, il ceto bancario verso funzioni di indirizzo del mercato attuate secondo un modello di sussidiarietà orizzontale ed estende il suo interesse negoziale anche verso forme di controllo gestorio del debitore, a riprova dell'utilità del concorso – in un contesto di mercati sempre più complessi, fragili e connessi – tra più strategie di contenimento dei rischi.

5. *Il forward-looking approach applicato al merito creditizio ambientale. Seconda ipotesi: la valutazione prospettica del merito creditizio d'impresa. Obbligo di diniego del prestito per il caso di impieghi ad impatto ambientale negativo.*

Le restanti ipotesi rientrano nel diverso campo della valutazione prospettica del merito creditizio ambientale.

La seconda è di facile soluzione, e consiste nella definizione di un obbligo di astensione dalla concessione del credito nel caso di finanziamenti richiesti per la realizzazione di attività ad impatto ambientale negativo. Il dovere di verificare la liceità dell'attività finanziata, giacché lo scopo di quest'ultima è sempre valutabile dalla banca in sede di istruttoria, impone il rifiuto dell'erogazione ai sensi dell'art. 41, comma 1, cost. Evidente è, infatti, che il limite della liceità debba valere per qualsivoglia caratterizzazione in concreto delle finalità dell'impresa, ivi compresa quella ad impatto ambientale<sup>65</sup>, e ciò indipendentemente dalla portata degli effetti sul rischio di credito ordinario. L'inadempimento di questo obbligo di controllo da parte della banca ha come controparte lesa l'intera società civile e può determinare l'imputazione di responsabilità extracontrattuale in capo alla medesima, senza necessità di sconfinare del campo della responsabilità sociale d'impresa, né di estendere i già mobili confini della concessione abusiva di credito.

---

<sup>65</sup> Si pensi all'impresa che per assurdo voglia ottenere risorse per finanziare lo scarico in mare dei propri rifiuti.

6. *Segue. Terza ipotesi: i contratti di finanziamento con finalità di transizione. Compatibilità del criterio della sostenibilità ambientale con il metodo economico dell'art. 2082 c.c. e con il principio di sana e prudente gestione dell'impresa bancaria. Conseguente estensione dei confini della concessione abusiva di credito.*

La terza ipotesi si colloca in posizione esattamente opposta alla precedente, perché considera il caso nel quale la richiesta di finanziamento sia strumentale a migliorare le *performance* ambientali dell'impresa. Si è nell'ambito dei contratti di finanziamento con finalità di transizione (da imprese *brown* a *green*), vale a dire strumentali all'adeguamento dell'impresa ai parametri di sostenibilità ambientale di volta in volta riscontrati dalle scienze tecniche per ciascun settore di attività. A ben guardare, qui la sostenibilità ambientale si declina nelle forme di un adattamento necessitato dell'impresa richiesto, cioè, dal metodo economico di cui all'art. 2082 c.c.: l'impatto ambientale costituisce, in altri termini, una delle possibili traduzioni concrete del rischio di impresa oggetto di valutazione ordinaria da parte degli amministratori. Non solo, la compatibilità con il sistema del diritto attuale si estende, altresì, alla più recente formulazione del secondo comma dell'art. 2086 c.c., norma quest'ultima espressiva della possibilità di intendere la sostenibilità, non già come limite esterno all'attività economica<sup>66</sup>, ma come metodo del suo esercizio<sup>67</sup>.

Una tale affermazione richiede di acquisire piena contezza dell'attuale relazione di necessità tra interesse soggettivo egoistico d'impresa e interesse alla sostenibilità, che chiameremo ambientale-minima, cui l'area commerciale attribuisce il ruolo di espressione di una forma di *stakeholderism* strumentale<sup>68</sup>. È questo, un primo significato

---

<sup>66</sup> A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 1958, 725.

<sup>67</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, § 5.

<sup>68</sup> C. ANGELICI, *La società per azioni e gli «altri»*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, 50. Per una ricostruzione recente degli argomenti a favore di uno *stakeholderism* strumentale v. M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., § 6, il quale così osserva: «un conto è tenere in giusto rilievo tali fattori nella valutazione del rapporto tra rischio e rendimento di un investimento e altro conto è semplicisticamente pensare che la ricerca della massima sostenibilità sociale, ambientale e di *governance*, magari su di un orizzonte temporale lungo, finisca per assicurare rendimenti migliori, a prescindere da come si contemperino tali finalità con la redditività della impresa (e

della sostenibilità associato a ragione da autorevole dottrina a quello di stabilità economica o di continuità aziendale<sup>69</sup>. Su queste basi, una certa opinione<sup>70</sup> sostiene che il tema ambientale stia, addirittura, risvegliando il pensiero capitalistico classico, senza necessità di coniarne nuove declinazioni come quella di un capitalismo illuminato, o di un capitalismo degli *stakeholders*<sup>71</sup>. Ciò di cui l'economia continuerebbe

---

quindi dell'investimento relativo)». V. anche E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, ivi, 322 ss.

<sup>69</sup> M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., 13, il quale porta il seguente esempio: «[c]osì la sostenibilità della società che opera nel settore petrolifero va valutata, in un orizzonte temporale non breve, anche alla luce del fatto che il cambiamento climatico possa portare a regimi più restrittivi o addirittura al divieto dell'uso di combustibili fossili; il che, a sua volta, consentirà di valutare più sostenibile – sempre in prospettiva interna – la società che si organizza anche per operare nel settore delle energie derivanti da fonti rinnovabili e meno sostenibile quella che continua a concentrarsi nella ricerca, raffinazione e commercializzazione dei soli combustibili fossili. In questo caso la ricerca della sostenibilità, diciamo così aziendale, si accompagna alla ricerca della sostenibilità socio-ambientale». V. anche R. LENER e P. LUCANTONI, cit., § 1.

<sup>70</sup> A.R. PALMITER, *Capitalism, heal thyself*, cit.

<sup>71</sup> Per un giudizio negativo sul fenomeno, che nasconde in sé un abuso dello strumento della sussidiarietà, R. LENER e P. LUCANTONI, cit., § 2, ove si intravede il rischio di «un capovolgimento radicale della ripartizione dei compiti fra lo Stato e il Mercato, con l'obbligo gravante sugli attori del mercato, le società per azioni e i loro amministratori, di trovare risposte più adeguate, rispetto a quelle politiche, ai problemi di conservazione dell'ambiente e per la tutela dei diritti sociali e umani», e v. ivi il richiamo a E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss. e a M. STELLA RICHTER JR., *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 2022, 714 ss. In linea F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino*, cit., 461, secondo il quale: «l'autocandidatura dei preposti alle imprese più importanti ad occuparsi non solo del conseguimento di un lucro per i soci, ma anche del benessere degli *stakeholder*, e in definitiva di quello della specie umana ha oggettivamente la funzione di emanciparsi da ogni controllo, posto che “*accountability to everyone means accountability to none*”»; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1011, ove si intravede: «il conseguente pericolo che gli amministratori perseguano arbitrariamente obiettivi redistributivi (e cioè aventi come effetto un trasferimento di ricchezza da un gruppo di *stakeholders* all'altro, a parità di valore complessivo dell'impresa), se non a vere e proprie condotte opportunistiche». V.

ad avere bisogno è lo stesso «capitalismo vecchio stile, amante del profitto» ma, «risvegliato e riattualizzato per notare che tutto è interconnesso». In linea con questo pensiero, non sarebbe dunque necessaria nessuna modifica legislativa della previsione sullo scopo sociale, essendo sufficiente il richiamo alla diligenza del buon amministratore di società<sup>72</sup>. Niente di nuovo, quindi, rispetto a quanto già avvalorato dal citato Codice di *Corporate governance* ove il concetto di successo sostenibile resta, in effetti, agganciato all'accezione di sostenibilità economico-finanziaria<sup>73</sup>.

Il passaggio decisivo che viene attuandosi è quello di una soluzione che intende realizzare l'effetto dell'internalizzazione delle esternalità ambientali ancora una volta senza toccare i confini estremi della responsabilità sociale d'impresa e della tassazione delle attività inquinanti<sup>74</sup> (e cioè attraverso l'imposizione di una concertazione economica tra l'impresa e chi può subire gli effetti del danno ambientale), ma in via preventiva e programmatica, ossia inserendo la valutazione dell'impatto ambientale tra le variabili ordinariamente poste alla base della singola scelta imprenditoriale. Questa differente considerazione del fattore ambientale risolve, peraltro, le difficoltà

---

anche la recente e ricca argomentazione di C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, 94 ss.

<sup>72</sup> V. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss., nota 59, il quale cita l'esperienza di due società quotate italiane. In particolare, nei primi mesi del 2021: i) Sesa s.p.a. ha modificato il proprio statuto, introducendo una nuova previsione in forza della quale «l'organo amministrativo guida la società perseguendo il successo e la crescita sostenibile a beneficio degli azionisti»; ii) Snam s.p.a. ha modificato la clausola statutaria sull'oggetto sociale al fine di prevedere che «la Società esercita e organizza l'attività di impresa con lo scopo di perseguire il successo sostenibile attraverso la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società».

<sup>73</sup> Così osserva M. STELLA RICHTER JR, *Long-termism*, cit., 48.

<sup>74</sup> F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino*, cit., 458-459, al quale appare che «l'internalizzazione delle genuine [...] esternalità negative non abbia nulla a che fare con l'altruismo e le attività erogative. Si tratta di pura e semplice allocazione dei costi di produzione in capo a colui sul quale devono incombere, e cioè in capo al produttore». Sulla controversa tematica della responsabilità sociale d'impresa, v. le insuperabili considerazioni di M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 1 ss.

connesse al problema della internalizzazione delle esternalità intertemporali, ossia dell'accettazione dell'imputazione di costi attuali a tutela delle generazioni future<sup>75</sup>, superandolo grazie a un modello di organizzazione e gestione aziendale che materializza nel presente il peso (i.e. l'obbligo) della transizione.

Se non che, il rischio di credito coinvolto in questa fattispecie si può manifestare anche nella particolare forma di un rischio di transizione, ogniquale volta si prospetti l'eventualità di perdite finanziarie, dirette o indirette, in conseguenza dell'adesione dell'impresa a un processo di aggiustamento verso un'economia a basse emissioni di carbonio e più sostenibile sotto il profilo ambientale<sup>76</sup>. D'altra parte, l'interessamento del mercato agli obiettivi di sostenibilità non è garanzia di futuro apprezzamento e sostentamento dell'impresa in transizione. La concretezza del rischio di transizione è così oggetto di attenzione nell'ultima Comunicazione della Commissione, contenuta nel *Sustainable finance package*. Qui, si ricorda che la Tassonomia non costituisce un elenco obbligatorio in cui investire, né l'esercizio di attività da questa non selezionate può far trarre conclusioni immediate sulla assenza di sostenibilità o di affidabilità creditizia<sup>77</sup>.

---

<sup>75</sup> In caso di esternalità intertemporale, mancherebbe l'idea stessa di mercato a causa dell'assenza di due controparti interessate allo scambio delle loro utilità: v. sul punto, D.W. BROMLEY, *Environment and economy. Property rights and public policy*, Blackwell, Cambridge Mass. 1991, 86 ss., ma, in dottrina, si rintraccia anche un profilo di «intergenerazionalità» nei rapporti (E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, Napoli, 2018, 86).

<sup>76</sup> Sempre secondo le citate Linee guida EBA, p. 11: «[t]ale situazione potrebbe essere causata, ad esempio, dall'adozione relativamente improvvisa di politiche climatiche e ambientali, dal progresso tecnologico o dal mutare della fiducia e delle preferenze dei mercati». In tema v. anche F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, 37 s., là dove osserva: «affermare che il “lungo periodo” sia necessariamente positivo, sarebbe una sciocchezza. A parte il famoso aforisma di Keynes (che alludeva all'assurdità di tollerare mercati squilibrati per non compromettere il perfetto riequilibrio promesso sul lungo termine dai neoclassici) è evidente che le scelte in favore del lungo termine non sono scelte di per sé virtuose e indolori. Sono, al contrario, scelte che implicano sacrifici, e per le quali ben si può porre (come per le scelte del breve termine) il problema del rapporto tra i costi che devono essere sopportati, e i benefici che ne possono derivare». V., in precedenza, M. BRESSO, *Esternalità intergenerazionali e territorio*, in *Economia ed ecologia*, R. MOLESTI (a cura di), Pisa, 1995, 31-41.

<sup>77</sup> Comunicazione della Commissione su *A sustainable finance framework that works on the ground*, contenuta nel *Sustainable finance package* del 13 giugno 2023,

Questa condizione, seppur continui a rientrare nella accezione liberale di iniziatica economica dell'impresa autorizzata al perseguimento del rischio economico puro, può invece entrare in collisione con gli obblighi prudenziali della banca e costringere ad una differenziazione dei piani. In capo alla banca si concentrerebbe, in questo caso, l'obbligo di verificare la razionalità e il livello di sopportazione di questo rischio, più di quanto non sia tenuta a fare la stessa impresa interessata al finanziamento, sicché anche in questo frangente può rintracciarsi una rappresentazione dell'ufficio ricoperto dalla banca ispirata al modello della c.d. *know your customer rule* e, quindi, in grado di sfociare sia in una legittima negazione dell'accesso al credito che, ove possibile, in accorgimenti negoziali finalizzati al contenimento del rischio di transizione. In detta seconda possibilità risiede, evidentemente, una manifestazione del controllo gestorio del creditore strumentale ad evitare il rischio di *default*, in linea con il rilievo sistematico della disciplina dell'allerta introdotta dal nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza.

La visione esposta per l'ambito dei finanziamenti di transizione attrae la sostenibilità ambientale-minima nell'area comune a tutti i fattori incidenti sul rischio di credito ordinario, la cui mancata considerazione<sup>78</sup> rende la banca, oltre che inadempiente alle regole prudenziali alle quali è sottoposta la sua attività, anche sospettabile di abusiva concessione del prestito, per la lesione che ne potrebbe derivare dell'interesse di terzi controinteressati alla solidità economico-finanziaria del debitore. Una tale conclusione risulta dovuta già per come attualmente si intende la regola del credito responsabile e, tuttavia, alla luce del nuovo diritto regolatorio e della recente riforma costituzionale, è auspicabile – come si dirà – un intervento

---

ove testualmente: «[g]li investitori possono anche utilizzare la tassonomia per prendere decisioni di investimento più informate. Possono comunque scegliere di investire in aziende che svolgono attività che presentano diversi gradi di prestazione ambientale, o attività che non rispettano i criteri tassonomici. Il semplice fatto che un'azienda non svolga attività allineate alla tassonomia non significa che si possano trarre conclusioni sulle prestazioni ambientali dell'azienda o sulla sua capacità di accedere ai finanziamenti».

<sup>78</sup> Vi rientra sia l'ipotesi nella quale la banca finanzia un piano di transizione non praticabile concretamente, che quella già menzionata della banca che trascuri la valutazione del rischio di transizione.

chiarificatore da parte di una previsione generale sul merito creditizio all'interno nell'apparato del Testo unico bancario.

*7. Segue. Quarta ipotesi: i contratti di finanziamento finalizzati a progetti di implementazione delle esternalità ambientali positive. Accentuazione della caratterizzazione funzionale dell'impresa bancaria e ammissibilità di finanziamenti agevolati a favore delle imprese virtuose.*

L'ultima ipotesi in esame è quella dei contratti di finanziamento finalizzati a progetti di implementazione delle esternalità ambientali positive dell'impresa – diremmo oltre la sostenibilità-minima – ovvero, secondo le considerazioni in essere presso la dottrina commerciale, in favore di uno *stakeholderism* pluralista. Sul mero piano delle categorie del diritto, almeno allo stato dell'arte, non vi sono certo gli estremi per sostenere l'esistenza in capo ai soci o agli amministratori di società di un dovere giuridico di sostenibilità: oltre la sostenibilità-minima, l'iniziativa economica si traduce in atti di autonomia, manifestazione pura dell'assunzione volontaria del maggiore rischio di impresa e, in particolare, di una programmazione a lunga percorrenza. Di riflesso, una tale imposizione non dovrebbe poter operare neppure per la banca al momento della valutazione del merito creditizio. Mai come in questa ipotesi, tuttavia, il tema della sostenibilità ambientale testimonia il processo di continua evoluzione del rapporto tra poteri pubblici e attività economiche che attraversa l'epoca moderna, dimostrando l'inadeguatezza dell'approccio più tradizionale alla netta separazione tra dimensione pubblica e privata, là dove sempre più spesso la disciplina del singolo contratto si rivela strumentale al perseguimento di obiettivi di stabilità generale e questi ultimi giustificano, di rimando, interventi modificativi delle regole del singolo rapporto, ben oltre l'interesse strettamente egoistico del contraente singolo<sup>79</sup>.

Nella diversa e necessitata prospettiva del superamento della dicotomia tra pubblico e privato, e ancora nella direzione di una caratterizzazione sempre più funzionale dell'attività bancaria, l'esigenza regolatoria del singolo rapporto di credito manifesta

---

<sup>79</sup> Vedi F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 309 ss.

un'evidente ultrattività, in grado di proiettare la rilevanza del rapporto privato e la ragione del suo trattamento, anche preferenziale, sul piano più elevato del perseguimento dell'interesse generale alla sostenibilità ambientale. Soltanto in questa prospettiva, la logica della sostenibilità ambientale pare proprio poter riuscire a strappare il tessuto interno delle regole sull'esercizio dell'iniziativa economica in generale e quelle prudenziali dell'attività bancaria in particolare. Scatta, cioè, un'esigenza promozionale che, se già giustifica incentivi pubblici alla sostenibilità (v. la garanzia green SACE<sup>80</sup> o i citati incentivi per l'edilizia verde<sup>81</sup>), dovrebbe anche poter legittimare espedienti puramente negoziali a favore delle imprese più virtuose, a partire dalla riduzione dei tassi di interesse. Torna utile qui citare i risultati del progetto di ricerca condotto dalla Banca d'Italia<sup>82</sup> nella parte in cui è stata approfondita la correlazione tra investimenti verdi e offerta di credito. Lo studio attesta l'esistenza di una significativa sensibilità dei primi alle variazioni della seconda<sup>83</sup>, maggiore cioè di quella dimostrata dagli investimenti generici<sup>84</sup>. Lo stesso progetto analizza il ruolo di supporto dei sussidi pubblici per attribuirgli, nelle conclusioni, l'effetto

---

<sup>80</sup> La garanzia consente alle imprese sostenibili un accesso facilitato alla finanza a medio e lungo termine, con condizioni di maggior favore grazie al *Green Correction Factor*. In concreto, si applica un miglioramento nel *rating* di impresa di un *notch*, ad esempio da BB a BB+.

<sup>81</sup> *Supra* nota 59.

<sup>82</sup> Banca d'Italia, *Gli effetti del cambiamento climatico sull'economia italiana. Un progetto di ricerca della Banca d'Italia*, cit. Il progetto si compone di 17 lavori di ricerca che (a) misurano l'impatto delle variazioni climatiche sull'attività economica, in particolare di quella dei settori più esposti (ad esempio, quello agricolo oppure turistico); (b) analizzano alcune delle politiche per l'adattamento e la mitigazione (ad esempio, le semplificazioni del regime autorizzativo per gli investimenti in rinnovabili oppure gli schemi di *carbon pricing*).

<sup>83</sup> Sempre dallo studio di BI, p. 119, risulta che «un aumento del credito del 10 per cento si riflette in un incremento di 0,5 punti percentuali della probabilità che un'impresa intraprenda un investimento sostenibile (pari in media al 6 per cento). In termini relativi, una variazione di una deviazione *standard* dell'offerta di credito si associa a una variazione di circa il 14 per cento della deviazione *standard* della probabilità di investire in tecnologie verdi. Utilizzando un indicatore di vincolo finanziario noto in letteratura come indice "SA" (Hadlock e Pierce, 2010), si evidenzia infatti come la relazione tra offerta di credito e investimenti sostenibili è più marcata per le imprese maggiormente vincolate sul mercato del credito, tipicamente più piccole e giovani».

<sup>84</sup> In particolare, v. la figura 17.1.



di veri e propri *driver* degli investimenti *green*<sup>85</sup>. Nell'insieme, questi risultati offrono una prova concreta della complementarietà tra offerta di credito e investimenti sostenibili<sup>86</sup> che vale la pena di approfondire proprio al fine di comprendere quali possono essere i percorsi della sostenibilità del credito oltre il limite della mera razionalità economica. D'altronde, quando ci si muove su un piano che non è più quello della scelta di sostenibilità necessitata per la sopravvivenza dell'impresa sul mercato, è dato intuire come la tematica ambientale tenda ad uscire fuori dai confini del merito creditizio comunemente inteso, per toccare quelli di un giudizio di particolare apprezzabilità<sup>87</sup> dell'iniziativa del debitore in grado di incidere, più che altro, sulle condizioni economiche del finanziamento.

*8. La proposta di un intervento sulla disciplina generale del merito creditizio che assorba il criterio della sostenibilità ambientale e si articoli diversamente a seconda della qualificazione soggettiva del debitore.*

Come noto, la disciplina dell'attività bancaria manca ancora di una disposizione generale sull'obbligo di valutazione del merito creditizio. La posizione dell'ordinamento italiano, in questo, differisce da quella di realtà molto vicine<sup>88</sup>. L'Italia ha finora accolto, con previsione di

---

<sup>85</sup> La loro disponibilità è stata misurata a livello regionale partendo dalle informazioni presenti nel Registro Nazionale degli Aiuti di Stato. Solo le imprese situate in regioni con un elevato livello di sussidi mostrano una tendenza statisticamente significativa a effettuare investimenti "verdi" quando la loro offerta di credito aumenta.

<sup>86</sup> Sempre lo studio della Banca D'Italia, 121, ricorda che «riduzioni repentine dell'offerta di credito, come avvenuto in passato in occasione della grande recessione e della crisi del debito sovrano, possono avere effetti negativi non solo sull'accumulazione di fattori produttivi (capitale e lavoro, si veda Cingano et al., 2016 e Berton et al., 2018) ma anche sulla capacità delle imprese di adottare tecnologie sostenibili».

<sup>87</sup> Sul collegamento tra giudizio di sostenibilità e di meritevolezza degli atti e dei rapporti, v. E. CATERINI, *Sostenibilità e ordinamento civile. Per una riproposizione della questione sociale*, cit., 33 ss.

<sup>88</sup> V., per es., le previsioni generali sul merito creditizio del Cap. I, Tit. III della OrdenEha/2899/2011. In dottrina, v. L. DE LA PENA e J. LOPEZ FRIAS, *Crédito responsable: un nuevo concepto en nuestro ordenamiento*, in *Revista de derecho bancario y bursatil*, 2013, 47 ss.

carattere speciale, l'invito dell'Europa a sancire la regola del credito responsabile per contenere il livello di indebitamento dei consumatori. In questo senso, va letto l'art. 124 *bis* del Tub, introdotto dal d.lg. 141 del 2010 di recepimento della direttiva n. 2008/48/CE, e il successivo art. 120 *undecies* Tub, introdotto dal d.lg. n. 72 del 2016, di recepimento della direttiva 2014/17/UE<sup>89</sup>. Mentre nella prima occasione il legislatore italiano si limitava a indicare l'obbligo a carico della banca, senza accennare ai criteri della valutazione del merito creditizio; nella seconda occasione, si è compiuto uno sforzo più analitico, proseguito poi dalla nuova previsione degli artt. 67 ss. del Codice della crisi e dell'insolvenza sulla procedura di risoluzione delle crisi da sovraindebitamento dei consumatori ove si svelerà, definitivamente, l'interesse a preservare il tenore di vita dignitoso del debitore<sup>90</sup>. Per il tramite di queste innovazioni, si assiste alla emancipazione della regola del merito creditizio dalla prospettiva della sola sana e prudente gestione, ovvero da quella derivata della tutela dei terzi creditori controinteressati (messa in luce dalla figura giurisprudenziale della concessione abusiva), per prestarsi a quella della tutela dell'interesse personale del debitore, oggi espressamente richiamato dalla proposta di modifica della Direttiva sul credito al consumo<sup>91</sup>.

Ebbene, quanto detto finora a proposito del merito creditizio di impresa rappresenta un'ulteriore evoluzione della stessa regola, perché affianca al consueto vincolo prudenziale a carico delle banche, strumentale al generale equilibrio di mercato, la considerazione dell'interesse (anche soggettivo) alla conservazione del valore di impresa. Segnatamente, le argomentazioni qui sviluppate a proposito dei limiti che un approccio standardizzato al credito può manifestare nel settore del prestito alle imprese invitano a valutare l'opportunità che l'auspicata disposizione generale sul merito creditizio sia esplicitamente costruita sul modello di quella dell'art. 21 T.u.f. e che, quindi, contempra la simultanea esigenza di ancorare la concessione del credito alla cura dell'interesse all'integrità del mercato in generale e a

---

<sup>89</sup> Per una ricostruzione della vicenda legislativa e dei suoi impatti sul sistema, v. l'opera di R. SANTAGATA, *La concessione abusiva di credito al consumo*, Torino, 2020, 8 ss.

<sup>90</sup> V., in particolare, l'art. 68, comma 3.

<sup>91</sup> La proposta del 30 giugno 2021 è ancora in corso, v. spec. art. 18 e 46.

quella del debitore in particolare<sup>92</sup>. A partire da tale premessa, la previsione dovrebbe dunque declinare il primo interesse anche in termini di sostenibilità ambientale del credito, per poi differenziare il secondo come interesse al rimborso fisiologico del prestito, nel caso di debitore civile, e come interesse alla continuità aziendale, nel caso di impresa.

Evidentemente, la via del credito civile resta in disparte nel contesto della presente riflessione sull'impatto economico della sostenibilità ambientale nei rapporti di credito bancari. L'assenza di un'incidenza immediata della sostenibilità sul rapporto di credito comune è dovuta al minor rischio di esternalità negative dell'agire del debitore, e alla inesistenza di una programmazione di lungo periodo come quella che può, invece, interessare l'investitore nei mercati finanziari. Ciò, tuttavia, non esclude che possa comunque ipotizzarsi una forma di valutazione di sostenibilità del debito civile ispirata alle quattro ipotesi considerate. Segnatamente, è fattibile che la banca calibri la valutazione del merito creditizio sul rischio fisico incombente sul patrimonio del debitore, o sul bene oggetto di garanzia, così come possibile appare che la banca valorizzi l'impatto ambientale positivo dell'opera finanziata. Nel primo caso, l'esito negativo dell'istruttoria e la mancanza di un'attività programmata come quella di impresa porta a dovere negare più convintamente la concessione del credito, salvo il ricorso a forme di assicurazione e pena la responsabilità della banca per erogazione abusiva; nel secondo, un positivo riscontro della compatibilità ambientale dello scopo del finanziamento può, ancora una volta, giustificare l'adozione di politiche di *pricing* a favore del debitore, riconducibili sempre all'ampia giustificazione causale delle politiche ESG.

In definitiva, la sostenibilità ambientale appare oggi in grado di atteggiarsi alla stregua di nuova *regula iuris* della concessione del credito grazie all'azione congiunta del diritto regolatorio dei mercati e dell'opinione pubblica, il cui momento di sintesi efficace dipende proprio dalla capacità di graduare i modelli applicabili in base al rango degli interessi coinvolti.

---

<sup>92</sup> Il tema è oggetto dei lavori di un'apposita Commissione, costituita presso la Società italiana degli studiosi di Diritto civile, impegnata nella proposta di inserimento nel T.u.b. di una norma generale, di principio, sulla valutazione del merito creditizio.



## **Gli ESG *covenant* come strumento per un credito sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale**

**SOMMARIO:** 1. Premessa: il ruolo dei *covenant* nell'assicurare la sostenibilità del credito. – 2. Gli ESG *covenant*. – 2.1. Segue: i fattori ESG negli *informative covenant*... – 2.2. ... e nei *positive, negative e financial covenant*. – 3. Gli ESG *covenant* come strumento di direzione e coordinamento. – 4. La reazione alla violazione del *covenant*: brevi cenni sulle misure di tolleranza. – 5. Conclusioni.

### *1. Premessa: il ruolo dei covenant nell'assicurare la sostenibilità del credito*

Le riflessioni che seguiranno hanno l'obiettivo di approfondire come i *covenant* possano essere impiegati per assicurare un esercizio del credito sostenibile. Oggetto della nostra analisi, quindi, saranno quelle clausole accessorie ad un contratto di finanziamento – generalmente, un finanziamento ad un'impresa – che impongono al prenditore di trasmettere specifiche informazioni alla propria controparte, di rispettare determinati parametri patrimoniali e finanziari, di compiere od astenersi dal compiere talune azioni, *etc.*, nell'ottica di assicurare al finanziatore il rimborso del prestito e consentirgli di individuare le potenziali cause di deterioramento dell'esposizione, così da intervenire tempestivamente per prevenirle o porvi rimedio. Pertanto, ci occuperemo prevalentemente dei cc.dd. “*loan covenant*”, anche se, come si vedrà, alcune riflessioni potrebbero valere, *mutatis mutandis*, pure per i cc.dd. “*bond covenant*”, i quali, invece, assistono i prestiti obbligazionari, solitamente a tutela degli investitori istituzionali<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Per un maggiore approfondimento sui *covenant* e sulle problematiche tipicamente connesse al loro utilizzo, si v. G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, 405 ss.; F. TOTARO, *Il project financing*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento*, V. CUFFARO (dir. da), Bologna, 2005, 377 ss.; W.W. BRATTON, *Bond covenants and creditor protection: Economics and law, theory and practice, substance and process*, in *Eu. bus. org. law rev.*, 2006, 39 ss.; M. PALMIERI, *I bond covenants*, in *Banca imp. soc.*, 2006, 247 ss.; F. BAZZANA, *Un modello di prezzo per i covenant nei finanziamenti bancari*, *ivi*, 2007, 385 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Finanziamento e partecipazione all'impresa. profili evolutivi*, Napoli, 2008,

Ciò premesso, se intendiamo l'aggettivo "sostenibile" nella sua accezione tradizionale e, quindi, come qualificante un prestito che può essere rimborsato dal debitore senza particolari difficoltà, la nostra indagine non meriterebbe particolari approfondimenti posto che, già da un primissimo e rapido esame della fattispecie, si può affermare che i *covenant* servono proprio ad assicurare al finanziatore il rientro del

---

273 ss.; G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, I, 498 ss.; U. PATRONI GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 601 ss.; G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, *ivi*, 609 ss.; R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, *ivi*, 627 ss.; D.U. SANTUOSSO, *Covenants finanziari: rischio d'impresa e responsabilità gestionali*, *ivi*, 639 ss.; C. DEMIROGLU e C.M. JAMES, *The information content of bank loan*, in *The review of financial studies*, 2010, 3700 ss.; A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all'impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale?*, in *Le operazioni di finanziamento alle imprese. Strumenti giuridici e prassi*, I. DEMURO (a cura di), Torino, 2010, 85 ss.; ID., *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 2011, 14 ss.; H.B. CHRISTENSEN e V.V. NIKOLAEV, *Capital versus performance covenants in debt contracts*, in *Journal of accounting research*, 2012, 75 ss.; M.P. PELUSO, *I covenant nei contratti di finanziamento. Profili introduttivi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4, 2011, 127 ss.; F. BAZZANA e M. PALMIERI, *How to increase the efficiency of bond covenants: a proposal for the Italian corporate market*, in *European journal of law and economics*, 2012, 327 ss.; A. DAVOLA, *Le garanzie negative dell'obbligazione*, in *Resp. civ. prev.*, 2013, 1089 ss. e spec. 1099 ss.; M. MOZZARELLI, *Business covenant e governo della società finanziata*, Milano, 2013, *passim*; M. DI RIENZO, *Concessione del credito e tutela degli investimenti: regole e principi in tema di responsabilità*, Torino, 2013, 47 ss.; L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Milano, 2013, 81 ss.; P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Milano, 2013, *passim* e spec. 101 ss.; ID., *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema del Sanierungsprivileg*, in *Dir. banc. fin.*, 2014, I, 425 ss.; G. SHI e J. SUN, *Corporate bond covenants and social responsibility investment*, in *Journal of business ethics*, 2015, 285 ss.; M. DE POLI, *L'ingerenza dannosa della banca nell'attività della finanziata, tra "amministrazione di fatto" e "controllo" societario*, 2017, in [www.fallimentiesocieta.it](http://www.fallimentiesocieta.it); L. GULLIFER e J. PAYNE, *Corporate Finance Law. Principles and Policy*, Oxford, 3<sup>a</sup> ed., 2020, 198 ss.; G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale.*, 2021, pp. 347 ss.; ID., *Profili civilistici del project financing*, Napoli, 2022, 128 ss.; G. BARBARA, *Covenants e "fattispecie aggregative". Contributo alla teoria del controllo e del collegamento "esterni"*, Torino, 2022, *passim*; e D. GALLETTI, *I covenants e le altre garanzie atipiche nel private equity e nei finanziamenti bancari*, *s.d.*, in [www.unitn.it](http://www.unitn.it)

prestito concesso e, pertanto, la sua sostenibilità: infatti, la migliore letteratura ha efficacemente definito i *covenant* come strumenti di garanzia preventiva del credito, facendo ovviamente un uso atecnico del concetto di “garanzia”<sup>2</sup>. Invero, va precisato che da qualche anno l’aggettivo “sostenibile” ha assunto un significato nuovo ed ulteriore, andando ad identificare anche quei prestiti attenti alle problematiche ambientali e sociali, così come pure al buon governo societario (tematiche riassunte nella sigla “ESG”, acronimo di “*environmental, social, governance*”): si pensi, ad esempio, ad un finanziamento destinato all’ammodernamento e all’efficientamento energetico degli impianti produttivi di un’impresa. In buona sostanza, si tratta di prestiti volti a perseguire le esigenze della generazione presente senza compromettere quelle delle generazioni future<sup>3</sup>.

La crescente attenzione dei mercati finanziari e dell’ordinamento verso le tematiche ESG è nota e non abbisogna di ulteriori approfondimenti in questa sede<sup>4</sup>. Peraltro, con specifico riferimento al

---

<sup>2</sup> In tal senso, tra i contributi richiamati alla nota precedente, si v. spec. G. PIEPOLI, *Profili civilistici dei covenants*, cit., 498; nonché A.D. SCANO, *I covenants nei contratti di finanziamento all’impresa: garanzie o strumenti atipici di conservazione della garanzia patrimoniale*, cit., 100 ss.; G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 358 ss.; e G. BARBARA, *op. cit.*, 2 ss.

<sup>3</sup> Questa è la nuova concezione di “sostenibilità”, che, invero, emerge già nel c.d. “Rapporto Brundtland”, ossia il rapporto *Our common future* pubblicato nel 1987 dalla Commissione mondiale sull’ambiente e lo sviluppo presso le Nazioni Unite, presieduta dall’allora primo ministro norvegese Gro Harlem Brundtland: si v. WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *Our common future*, Oxford, 1987, spec. 8.

<sup>4</sup> Sul tema, sia quindi consentito rinviare a quanto recentemente scritto da F. CAPRIGLIONE, *Clima, energia, finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023, *passim*; R. LENER e P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, I, 6 ss.; M. LIBERTINI, *Gestione “sostenibile” delle imprese e limiti alla discrezionalità imprenditoriale*, in *Contr. impr.*, 2023, 54 ss.; M. ARRIGONI, *Finanza sostenibile, servizi di investimento e tutela dell’investitore*, in *questa Rivista*, 2023, I, 261 ss.; G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d’impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, *ivi*, 327 ss.; T. DI MARCELLO, *Strategia europea sulla finanza sostenibile, informazione societaria e possibili riflessi sulla gestione della società*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 607 ss.; M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Rivista del Commercio Internazionale*, 2023, 63 ss.; A. BROZZETTI, *La transizione verde europea e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, I, 411 ss.; I. H-Y CHIU, L.

mercato del credito, da tempo il settore ha elaborato tipologie di prestiti volti a promuovere attività sostenibili (i cc.dd. “*sustainability-linked loan*”) così come a perseguire specifici obiettivi ambientali (i cc.dd.

---

LIN e D. ROUCH, *Law and regulation for sustainable finance*, in *Eu. bus. org. l. rev.*, 2022, 1 ss.; D.A. ZETZSCHE e L. ANKER-SØRENSEN, *Regulating sustainable finance in the dark*, *ivi*, 47 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta? Lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 4, 2022, 78 ss.; M. DE POLI, *La governance dei mercati finanziari*, *ivi*, 125 ss.; L. AMMANNATI e A. CANEPA, *Intervento pubblico e finanza sostenibile per la transizione ecologica*, *ivi*, 136 ss.; R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, *ivi*, 168 ss.; V. FORLENZA, *La conformazione della corporate governance bancaria nel contesto della transizione ecologica*, *ivi*, 193 ss.; A.M. PANCALLO, *Fattori ESG e governance bancaria*, *ivi*, 212 ss.; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing alla prova del rischio di condotta*, *ivi*, 222 ss.; M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un'economia sostenibile*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 27 ss.; U. TOMBARI, *Riflessioni sullo statuto organizzativo dell'impresa sostenibile tra diritto italiano e diritto europeo*, *ivi*, 135 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, *ivi*, 165 ss.; C. BELLAVITE PELLEGRINI e C. CANNAS, *Quali prospettive per una finanza sostenibile?*, *ivi*, 239 ss.; A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, *ivi*, 263 ss.; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, *ivi*, 315 ss.; ID., *L'insostenibile leggerezza dell'essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, 185 ss.; V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 484 ss.; ID., *Il bank government dopo l'integrazione dei fattori ESG nella regolazione prudenziale europea*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 593 ss.; M. DE SÁ, *ESG and banks: Towards sustainable banking in the European Union*, in *The Palgrave handbook of ESG and corporate governance*, P. CÂMARA e F. MORAIS (a cura di), Londra, 2022, 375 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, M. PASSALACQUA (a cura di), Padova, 2021, 63 ss.; M. PELLEGRINI e A. DAVOLA, *Il ruolo dello Stato nella transizione della finanza verso la sostenibilità*, *ivi*, 83 ss.; M. SEMERARO, *Fattori di sostenibilità ambientale e climatica e politiche creditizie: rischio climatico e accesso al credito*, *ivi*, 253 ss.; R. NATOLI, *Impresa e responsabilità nel prisma del Green New Deal europeo*, *ivi*, 287 ss.; S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2022, 708 ss.; D. CERINI, *From “green” to “blue”: l'assicurazione tra sostenibilità e regole del mercato*, in *Assicuraz.*, 2022, 9 ss.; nonché i saggi raccolti in *Sustainable finance in Europe. Corporate governance, financial stability and financial markets*, D. BUSCH, G. FERRARINI e S. GRÜNEWALD (a cura di), Londra, 2021.



“*green loan*”) o sociali (i cc.dd. “*social loan*”)<sup>5</sup>. Ed infatti, specialmente livello internazionale, si può osservare come diverse associazioni di categoria abbiano già stilato principi e linee guida in materia, che gli operatori sono liberi di seguire<sup>6</sup>.

Quanto al contesto europeo, questo genere di prestiti e, in particolare, i *green loan* sono stati presi in considerazione dall’Autorità Bancaria Europea nei propri Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti del 2020: nello specifico, l’Autorità ha raccomandato agli enti creditizi di dotarsi di *policy* e procedure *ad hoc* nel caso in cui emettano o prevedano di emettere linee di credito “sostenibili dal punto di vista ambientale”. Peraltro, nel caso in cui questi prestiti siano rivolti alle imprese, l’Autorità ha raccomandato agli enti che le procedure in questione prevedano (i) la raccolta di informazioni sugli obiettivi aziendali del cliente inerenti a tematiche climatiche ed ambientali; (ii) la valutazione della conformità dei progetti di finanziamento dei clienti con i progetti o le attività sostenibili dal punto di vista ambientale ed i relativi criteri; (iii) l’assicurazione che i clienti abbiano la volontà e la capacità di monitorare e segnalare adeguatamente la destinazione dei proventi ai progetti o alle attività

---

<sup>5</sup> In arg., si v. J. DALY, C.G. BOIES e E. AGHEDO, *ESG and sustainability-linked provisions in U.S. credit agreements*, *The Banking Law Journal*, 2023, 194 ss.; R. CARRIZOSA e A. GHOSH, *Sustainability-linked loan contracting*, 15 agosto 2023, in [www.papers.ssr.com](http://www.papers.ssr.com); R.C. BREARS, *Financing nature-based solutions. Exploring public, private, and blended finance models and case studies*, Londra, 2022, 105 ss. e spec. 120 ss.; C. MYERS e J.T. CZARNEZKI, *Sustainable business law? The key role of corporate governance and finance*, in *Environmental Law*, 2022, 1031 s.; M. LOUMIOTI e G. SERAFEIM, *The issuance and design of sustainability-linked loans*, Harvard Business School Working Paper 23-027, novembre 2022, in [www.hbs.edu](http://www.hbs.edu); H. WORTHINGTON e V. JUDD, *Can the sustainability linked loan deliver lasting change?*, in *The Banking Law Journal*, 2021, 103 ss.; D. SCHOENMAKER e W. SCHRAMADE, *Principles of sustainable finance*, Oxford, 2019, pp. 282 ss.; e C. MCGARRY, M. BARK-JONES e M. HAUMAN, *Green loans pave the way for green CLOs and green RMBs*, in *The Banking Law Journal*, 2018, 177 ss.

<sup>6</sup> Il riferimento è ai principi e alle linee guida elaborati dalle associazioni di categoria nordamericana, inglese e del sud-est asiatico: si v. LOAN SYNDICATIONS AND TRADING ASSOCIATION, LOAN MARKET ASSOCIATION e ASIA PACIFIC LOAN MARKET ASSOCIATION, *Sustainability-Linked Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Sustainability-Linked Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Green Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Green Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Social Loan Principles*, 22 febbraio 2023; IDD., *Guidance on Social Loan Principles*, 22 febbraio 2023; tutti consultabili in [www.Ista.org](http://www.Ista.org).

*green*; e, infine, (iv) il monitoraggio, su base regolare, della corretta destinazione dei proventi<sup>7</sup>.

Peraltro, se guardiamo ancora agli Orientamenti citati, ci accorgiamo di come l'accezione tradizionale di "sostenibilità" del prestito non sia stata del tutto soppiantata da quella nuova della quale si è appena detto: anzi, le due sembrano convivere ed essere complementari. Più precisamente, i fattori ESG non rappresentano solamente una serie di obiettivi da perseguire ma anche rischi capaci di pregiudicare il rimborso del finanziamento e, infatti, l'Autorità Bancaria Europea suggerisce agli enti creditizi di tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG, sia nella valutazione del merito creditizio di chi richiede un prestito sia nella valutazione delle garanzie eventualmente offerte<sup>8</sup>. In questo senso, peraltro, è orientato anche il legislatore comunitario alla luce della recente proposta di modifica alla *Capital Requirements Directive* presentata dalla Commissione Europea nel 2021<sup>9</sup>, dove si richiede alle Autorità di vigilanza di assicurare «che gli enti dispongano, nell'ambito dei loro solidi dispositivi di *governance*, ivi compreso il quadro di gestione dei rischi [...], di strategie, politiche, processi e sistemi solidi per l'identificazione, la misurazione, la gestione e la sorveglianza dei rischi ambientali, sociali e di *governance* su una serie adeguata di orizzonti temporali»<sup>10</sup>. Tali rischi, poi,

---

<sup>7</sup> In tal senso, AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020, ABE/GL/2020/06, par. 58, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>8</sup> Si v. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., par. 57 e 208. Si v. anche gli orientamenti specifici sul punto per i prestiti alle microimprese e alle piccole imprese (parr. 126 s.) e per i prestiti alle medie e grandi imprese (parr. 146 e 149).

<sup>9</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica la Direttiva 2013/36/UE per quanto riguarda i poteri di vigilanza, le sanzioni, le succursali di paesi terzi e i rischi ambientali, sociali e di governance, e che modifica la Direttiva 2014/59/UE*, 27 ottobre 2021, COM/2021/663 final, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>10</sup> Così l'art. 87-bis, co. 1, che verrebbe introdotto nella Direttiva dalla Proposta richiamata alla nota precedente. La stessa, peraltro, andrebbe a modificare anche l'art. 76, co. 1 e 2, chiedendo agli Stati membri di assicurare «che l'organo di gestione approvi e riesami almeno ogni due anni le strategie e le politiche riguardanti l'assunzione, la gestione, la sorveglianza e l'attenuazione dei rischi ai quali l'ente è o potrebbe essere esposto, compresi quelli derivanti dal contesto macroeconomico nel quale esso opera, in relazione alla fase del ciclo economico, e quelli derivanti dagli

troverebbero una loro puntuale definizione attraverso una modifica del *Capital Requirements Regulation*, proposta sempre dalla Commissione Europea nel 2021<sup>11</sup>.

---

impatti attuali e a breve, medio e lungo termine di fattori ambientali, sociali e di *governance*» (co. 1), e che sempre l'organo di gestione «elabori piani specifici e obiettivi quantificabili per la sorveglianza e la gestione dei rischi derivanti, nel breve, medio e lungo periodo, dalla discrepanza del modello e della strategia imprenditoriali dell'ente rispetto ai pertinenti obiettivi strategici dell'Unione o alle tendenze più generali in ordine alla transizione verso un'economia sostenibile in relazione a fattori ambientali, sociali e di *governance*» (co. 2).

<sup>11</sup> Si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica il Regolamento (UE) n. 575/2013 per quanto concerne i requisiti per il rischio di credito, il rischio di aggiustamento della valutazione del credito, il rischio operativo, il rischio di mercato e l'output floor*, 27 ottobre 2021, COM/2021/666 final, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu). La Proposta andrebbe a modificare l'art. 4 del Regolamento, aggiungendovi le definizioni (i) di "rischio ambientale, sociale o di *governance*", ossia «il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali, sociali o di *governance* (ESG) sulle controparti o le attività investite dell'ente»; (ii) di "rischio ambientale", ossia «il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori ambientali sulle controparti o le attività investite dell'ente, compresi i fattori connessi alla transizione verso i seguenti obiettivi ambientali: (a) la mitigazione dei cambiamenti climatici; (b) l'adattamento ai cambiamenti climatici; (c) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; (d) la transizione verso un'economia circolare; (e) la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento; (f) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi»; (iii) di "rischio sociale", ossia «il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori sociali sulle controparti o le attività investite dell'ente»; e, infine, (iv) di "rischio di *governance*", ossia «il rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, dei fattori di *governance* sulle controparti o le attività investite dell'ente». Peraltro, la Proposta in questione va a precisare anche le due sfaccettature del rischio ambientale, ossia (v) il "rischio fisico", che «nell'ambito del rischio ambientale globale, [corrisponde al] rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, degli effetti fisici dei fattori ambientali sulle controparti o le attività investite dell'ente»; e (vi) il "rischio di transizione", che «nell'ambito del rischio ambientale globale, [corrisponde al] rischio di perdite derivanti dagli effetti finanziari negativi per l'ente dovuti all'impatto, presente o futuro, della transizione delle attività e dei settori economici verso un'economia sostenibile dal punto di vista ambientale sulle controparti o le attività investite dell'ente».

Più nello specifico, prendiamo ad esempio il fattore “E”, ossia il fattore ambientale, sul quale, ad oggi, il legislatore e le Autorità di regolamentazione si sono maggiormente focalizzati: esso è rappresentativo sia di un obiettivo, e ciò emerge chiaramente già nelle prime pagine del *Green Deal* elaborato dalla Commissione nel 2019, dove leggiamo che «il settore privato sarà determinante per finanziare la transizione verde»<sup>12</sup>, sia pure di un rischio capace di incidere negativamente sull’esercizio del credito<sup>13</sup>, tant’è che, recentemente, sia la Banca Centrale Europea sia Banca d’Italia hanno elaborato delle “aspettative” rivolte agli intermediari soggetti alla loro supervisione in cui indicano quali accorgimenti essi dovrebbero adottare rispetto a questa tipologia di rischio e alla capacità dello stesso di incidere sui rischi tradizionali sottesi alla loro attività (ossia rischio di credito, rischio operativo, rischio di liquidità, *etc.*). Infatti, è facilmente intuibile come un evento climatico avverso possa incidere sull’attività di un’impresa e così comprometterne la capacità di rimborsare un finanziamento (in tal caso, il rischio climatico è concepito nella sua accezione di “rischio fisico”), così come è facile comprendere che i cambiamenti normativi tesi a promuovere il passaggio verso un’economia *green* possono estromettere dal mercato le imprese che non vi si adeguano, a scapito dei rispettivi creditori (qui il rischio climatico è concepito nella sua accezione di “rischio di transizione”)<sup>14</sup>.

Alla luce di quanto detto, è evidente come gli enti creditizi – ma il discorso vale per qualsiasi soggetto abilitato a concedere prestiti<sup>15</sup> –

---

<sup>12</sup> Così COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal Europeo*, 11 dicembre 2019, COM(2019) 640 *final*, par. 2.2.1, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>13</sup> A riguardo, si v. spec. le considerazioni di R. LENER e P. LUCANTONI, *op. cit.*, 17 s.

<sup>14</sup> Si v. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa*, novembre 2020, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu); e BANCA D’ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, aprile 2022, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). Sulla portata di tali “aspettative”, si v. spec. le considerazioni di F. RIGANTI, *Climate change e vigilanza prudenziale: questione di (semplici) “aspettative”?*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 1252 ss.; e R. CALDERAZZI, *op. cit.*, 178 ss.

<sup>15</sup> Ed infatti le Aspettative di Banca d’Italia citate alla nota precedente sono rivolte non solo alle banche soggette alla supervisione dell’Autorità (quindi, le banche italiane cc.dd. “*less significant*”) ma anche a istituti di pagamento, emittenti di moneta elettronica, intermediari finanziari di cui all’art. 106 del Testo Unico Bancario, *etc.*

debbano adeguare le proprie politiche creditizie per incorporare anche queste nuove tipologie di rischio sia nella valutazione del merito creditizio svolta prima della concessione di un prestito, sia in sede di monitoraggio dell'esposizione eventualmente generata<sup>16</sup>. Orbene, nelle pagine che seguiranno proveremo a capire se e come i *loan covenant* possano rivelarsi uno strumento utile a tale scopo, ossia al monitoraggio e al contenimento dei rischi connessi ai fattori ESG, così come al perseguimento degli obiettivi legati a tali fattori<sup>17</sup>.

## 2. *Gli ESG covenant*

Negli anni, la prassi – specialmente quella bancaria – ha elaborato diverse tipologie di *loan covenant* (di seguito, per ragioni di sintesi espositiva, ci riferiremo ad essi anche solo come *covenant*): una prima macro-distinzione si ha tra *positive* e *negative covenant*, i quali vanno a costituire in capo all'impresa finanziata rispettivamente obblighi di *facere* e *non facere*. All'interno di queste categorie, poi, possiamo individuare pattuizioni dal contenuto più o meno ricorrente all'interno dei contratti di finanziamento, come, a titolo esemplificativo, gli *informative covenant*, che impegnano l'impresa a trasmettere determinate informazioni al finanziatore, i *financial covenant*, che le impongono di rispettare determinati parametri patrimoniali e finanziari, i *maintenance covenant*, che le vietano di compiere atti dispositivi di determinati beni o talune operazioni straordinarie, i *preservation of existence covenant*, che le proibiscono di cessare la propria attività, i *change of control covenant*, volti ad impedire modifiche negli assetti proprietari dell'impresa, *etc.*<sup>18</sup>. Ovviamente, alla violazione da parte

<sup>16</sup> In arg., si v. spec. M. SEMERARO, *op. cit.*, 263 s.; e R. CALDERAZZI, *op. cit.*, 180 ss. Sia consentito rinviare altresì a quanto scritto in E. CECCHINATO, *Note sulla disciplina della verifica del merito creditizio: per una sua rilettura alla luce della buona fede precontrattuale*, in *questa Rivista*, 2023, II, 475 s. e spec. nt. 56.

<sup>17</sup> Spunti di riflessione in tal senso sono stati avanzati anche da G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, cit., 367 ss.; G. BARBARA, *op. cit.*, 54; e A. CHILOIRO, *op. cit.*, 268. In arg., si v. anche J. DALY, C.G. BOIES e E. AGHEDO, *op. cit.*, 194 ss.; e C. CARNEVALE e D. DRAGO, *I rischi ESG e il costo del debito bancario: cosa conosciamo e cosa non conosciamo*, in *Banca impr. soc.*, 2023, 265 s.

<sup>18</sup> L'elenco, ovviamente, non è esaustivo ma meramente esemplificativo: per ulteriori esempi, sia consentito rinviare agli scritti citati *supra* nt. 1.

dell'impresa degli obblighi così assunti può seguire una reazione del finanziatore, anch'essa solitamente disciplinata dal contratto: ad es., può essergli attribuito il diritto di risolvere il contratto, di richiedere garanzie ulteriori, o di rinegoziarne i termini, ad es., aumentando il costo del credito, diminuendo l'importo del fido se trattasi di apertura di credito, riscadenzando le rate, *etc.* Questo a discrezione del finanziatore, che potrà anche soprassedere alla violazione del *covenant*, tacitamente o rilasciando all'impresa una dichiarazione di rinuncia all'esercizio del proprio diritto (c.d. "*waiver*").

Orbene, alcune delle tipologie di *covenant* appena richiamate possono essere proficuamente impiegate con riferimento ai fattori ESG e, a riguardo, si potrebbe parlare di "*ESG covenant*"<sup>19</sup>. Alla luce di quanto detto al paragrafo precedente, occorre tuttavia precisare che questa espressione è capace di individuare *covenant* con finalità sensibilmente diverse tra loro: infatti, potremmo avere (a) *covenant* il cui obiettivo sia esclusivamente quello di perseguire obiettivi ESG; (b) altri che mirano solamente a monitorare e contenere i rischi ESG; e, infine, (c) altri ancora che assolvono ad entrambe le funzioni appena delineate. Ciò premesso, se la *ratio* dei *covenant* finalizzati a contenere i rischi ESG è chiara (ossia, assicurare il rimborso del prestito), lo stesso non può dirsi con riferimento a quei *covenant* il cui unico obiettivo sia solamente quello di perseguire obiettivi ESG (si pensi, ad es., ad un *social loan* in cui, a fronte del credito erogato, si chiede all'impresa finanziata di incrementare la percentuale di dipendenti disabili)<sup>20</sup>. Ad avviso di chi scrive, le ragioni potrebbero essere diverse e riconducibili sia all'etica, nel caso in cui il finanziatore aderisca convintamente ai

---

<sup>19</sup> Invero, tale espressione non è nuova e può essere già rinvenuta nel progetto lanciato da un gruppo di intermediari (tra cui BlackRock, Allianz Global Investors e Aviva Investors) impegnatisi a redigere un "*ESG covenant package*" volto ad assicurare un approccio uniforme dell'industria creditizia alla redazione di questo genere di clausole. A riguardo, si v. l'informativa "*Feedback welcomed on new ESG covenant package*" pubblicata il 28 aprile 2022 sul sito *web* della Global Infrastructure Investor Association ([www.giia.net](http://www.giia.net)). Si v. anche S. KWONG, *Investing with 'carrots' and 'sticks': generating maximum impact through ESG-linked loans and ESG covenants*, The London Institute for Banking & Finance – Centre for Sustainable Finance, White Paper 1/21, 2021, in [www.libf.ac.uk](http://www.libf.ac.uk).

<sup>20</sup> L'esempio è tratto dal *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT (in [www.unicredit.it](http://www.unicredit.it)), su cui torneremo *infra* nt. 39.

valori sottesi all'acronimo ESG<sup>21</sup>, sia al mero utilitarismo, nel caso in cui l'adesione dell'ente a detti valori altro non sia che una semplice operazione di *marketing* volta a migliorare la propria reputazione sul mercato, considerata la sensibilità collettiva verso tali tematiche<sup>22</sup>. Questo miglioramento reputazionale, oltre al procacciamento di nuovi clienti, può essere finalizzato anche alla raccolta di capitali privati laddove il finanziatore sia un emittente di valori mobiliari: infatti, nella prestazione di servizi di consulenza e gestione di portafogli, gli intermediari sono tenuti a raccogliere informazioni sufficienti per comprendere se l'operazione da raccomandare o realizzare «corrisponde agli obiettivi di investimento del cliente, inclusa la sua tolleranza al rischio e le sue eventuali preferenze di sostenibilità»<sup>23</sup>. Orbene, promuovendo obiettivi legati ai fattori ESG, il finanziatore potrebbe divenire esso stesso soggetto “sostenibile”<sup>24</sup> e, così, oggetto

---

<sup>21</sup> Sia qui consentito solamente accennare al complesso rapporto che intercorre tra etica e finanza e al dibattito intorno alla portata dell'art. 111-bis del Testo Unico Bancario sugli operatori bancari di finanza etica e sostenibile. Pertanto, per un maggiore approfondimento sul punto, si rinvia a quanto scritto da M. CARLIZZI, *Etica e impresa bancaria: riflessioni critiche sull'art. 111-bis TUB*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 51 ss.; E. MACCHIAVELLO, *Possono esistere “banche etiche”? La nuova definizione normativa di “operatori di finanza etica e sostenibile” tra interesse sociale, scopo di lucro e normativa bancaria post-crisi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 188 ss.; A. SCIARRONE ALIBRANDI e E. MACCHIAVELLO, *sub art. 111-bis*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, t. II, Padova, 4<sup>a</sup> ed., 2018, 1643 ss.; R. COSTI, *Banca etica e responsabilità sociale delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, 165 ss.; F. BELLI, *Finanza etica: una riflessione*, in *Dir. banc. fin.*, 2007, I, 3 ss.; e già da F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Bari, 1997, *passim*.

<sup>22</sup> In tal senso, si v. spec. le riflessioni di V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, cit., 489 e nt. 16, dove richiama l'indagine empirica sull'utilizzo da parte di diverse banche dei fattori ESG a fini reputazionali condotta da H.Z. KHAN, S. BOSE, A. MOLLIK e H. HARUN, “*Green washing*” or “*authentic effort*”? An empirical investigation of the quality of sustainability reporting by banks, in *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 2021, 338 ss.

<sup>23</sup> Così, con enfasi di chi scrive, l'art. 54, co. 2, del Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione. In senso analogo, peraltro, dispone l'art. 9 del Regolamento delegato (UE) 2017/2359 in materia di consulenza sui prodotti di investimento assicurativi. Sul tema, si v. spec. M. ARRIGONI, *op. cit.*, 261 ss.

<sup>24</sup> Fermo restando che il legislatore comunitario non è mancato di intervenire sul punto andando a precisare nel dettaglio quali caratteristiche un investimento deve presentare per essere considerato sostenibile ai fini delle preferenze di sostenibilità di

d'investimento interessante per un mercato sempre più sensibile a queste tematiche<sup>25</sup>.

Peraltro, non è da escludersi che, in un prossimo futuro, questi *covenant* possano essere inseriti nei contratti anche per ottenere determinati benefici in termini di requisiti patrimoniali, nel caso in cui il finanziatore sia un ente creditizio: basti pensare che l'art. 501-*quater* del *Capital Requirements Regulation* delega l'Autorità Bancaria Europea a valutare, presentando una relazione alla Commissione, al Consiglio e al Parlamento entro il 28 giugno 2025, se riservare un trattamento prudenziale speciale alle esposizioni relative ad obiettivi ambientali o sociali<sup>26</sup>. Non è detto, però, che tale trattamento sarà concepito in termini di maggiore flessibilità per stimolare i prestiti di questo tipo. È infatti possibile che l'Autorità Bancaria Europea suggerisca un trattamento più rigoroso di queste esposizioni laddove si abbia evidenza che presentino un grado di rischio elevato<sup>27</sup>.

---

cui si discute: ad es., per essere classificato come “ecosostenibile” un investimento deve soddisfare i requisiti previsti dal Regolamento (UE) 2020/852.

<sup>25</sup> Con riferimento al mercato italiano, si v. D. COSTA, M. GENTILE e N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, Quaderno di Finanza Sostenibile n. 3, novembre 2022, *passim*, in [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>26</sup> Così dispone l'art. 501-*quater* del *Capital Requirements Regulation*: «L'ABE, previa consultazione del CERS, valuta, sulla base dei dati disponibili e delle conclusioni del gruppo di esperti ad alto livello della Commissione sulla finanza sostenibile, se sia giustificato un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attivi, tra cui le cartolarizzazioni, o ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali. In particolare, l'ABE esamina: (a) le metodologie per la valutazione dell'effettiva rischiosità delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali rispetto alla rischiosità di altre esposizioni; (b) l'elaborazione di opportuni criteri per valutare i rischi fisici e i rischi di transizione, compresi i rischi connessi al deprezzamento delle attività dovuto a modifiche normative; (c) i potenziali effetti di un trattamento prudenziale dedicato delle esposizioni relative ad attività sostanzialmente associate a obiettivi ambientali e/o sociali sulla stabilità finanziaria e sui prestiti bancari nell'Unione. L'ABE presenta una relazione sulle sue conclusioni al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione entro il 28 giugno 2025. Sulla base di tale relazione, la Commissione presenta al Parlamento europeo e al Consiglio una proposta legislativa, se del caso».

<sup>27</sup> In argomento, si v. il *discussion paper* pubblicato dall'Autorità Bancaria Europea sull'integrazione del rischio ambientale nel panorama normativo prudenziale: AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *The role of environmental risks in the*



Ciò premesso, procediamo con l'approfondire come le tradizionali categorie di *covenant*, a cominciare da quelli informativi, possono essere orientate verso i fattori ESG e quali sono le principali criticità a riguardo.

### 2.1. I fattori ESG negli informative covenant...

Come suggerisce il nome, gli *informative covenant* sono utilizzati dagli enti creditizi per acquisire determinate informazioni relative alle imprese finanziate. Infatti, questo genere di clausole solitamente impegna l'impresa a comunicare, periodicamente o all'occorrenza, diversi tipi di informazioni: ad es., attengono all'informativa periodica la trasmissione dei bilanci annuali ed intermedi, dei dati sul fatturato e sulla produzione, *etc.* Sempre attraverso gli *informative covenant*, inoltre, è solitamente imposto all'impresa di dare notizia al finanziatore di determinati eventi di particolare rilievo, come un mutamento nella sua compagine sociale, la perdita di personale che riveste funzioni chiave, l'avvio di una procedura sanzionatoria da parte della pubblica Autorità, *etc.* Così delineati, gli *informative covenant* altro non sono che la positivizzazione contrattuale dell'obbligo di informare la propria controparte di quelle circostanze per la stessa rilevanti e da essa ignorate senza colpa, obbligo già ricavabile dal dettato di cui all'art. 1375 c.c. e, quindi, dalla buona fede contrattuale<sup>28</sup>: gli *informative covenant* individuano puntualmente il contenuto di questo obbligo informativo e, così, riducono le asimmetrie informative tra le parti nel corso del rapporto istaurato, a beneficio del finanziatore<sup>29</sup>.

---

*prudential framework. Discussion paper*, EBA/DP/2022/02, 2 maggio 2020, in [www.eba.europa.eu](http://www.eba.europa.eu).

<sup>28</sup> Obbligo di informativa elaborato dalla letteratura sulla scorta della buona fede di cui all'art. 1337 c.c. e, quindi, intorno alla fase delle trattative, ma esistente, *mutatis mutandis* anche nella fase esecutiva del rapporto eventualmente istaurato, in ragione di quanto previsto dall'art. 1375 c.c.: in arg., si v. spec. M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, 359 ss.; nonché C.M. BIANCA, *Diritto civile*, vol. III, Milano, 2<sup>a</sup> ed., 2000, 163 ss.; P. GALLO, *Asimmetrie informative e doveri di informazione*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, I, 641 ss.; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2<sup>a</sup> ed., 2011, 169 ss.; e F. PIRAINO, *La buona fede in senso oggettivo*, Torino, 2015, 317 ss.

<sup>29</sup> Come evidenziato da G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 350 ss. e spec. nt 13, «è una specie di asimmetria informativa del

Spostandoci dalla prospettiva del diritto civile a quella del diritto bancario e, in particolare, della regolamentazione prudenziale, gli *informative covenant* assolvono chiaramente all'obiettivo di "monitorare" l'esposizione, per utilizzare il linguaggio delle Autorità di settore: infatti, come precisato dall'Autorità Bancaria Europea, «gli enti dovrebbero disporre di un *framework* di monitoraggio solido ed efficace, supportato da un'adeguata infrastruttura di dati, per assicurare che le informazioni relative alle loro esposizioni al rischio di credito, ai clienti e alle garanzie reali siano pertinenti e aggiornate, e che la segnalazione esterna sia affidabile, completa, aggiornata e tempestiva»<sup>30</sup>. Ciò premesso, si può facilmente immaginare come questo genere di clausole possano essere utilmente impiegate per la trasmissione di informazioni relative alle tematiche di nostro interesse<sup>31</sup>: ad es., l'impresa finanziata potrebbe essere obbligata a trasmettere periodicamente i dati sulle emissioni di agenti inquinanti, o quelli sulla parità salariale tra generi, a comunicare tempestivamente il verificarsi di eventi atmosferici avversi, *etc.*<sup>32</sup>. L'obiettivo perseguito dal finanziatore può essere sia quello di assicurarsi che la propria controparte persegua attivamente gli obiettivi di sostenibilità

---

tutto singolare, in quanto di segno completamente opposto rispetto a quella normalmente oggetto di attenzioni da parte della dottrina civilistica, la quale si occupa prevalentemente della condizione di debolezza informativa soggettiva che affligge il consumatore nei confronti della controparte professionale».

<sup>30</sup> Così AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., parr. 240 ss.

<sup>31</sup> Sul punto, si v. V. BEVIVINO, *L'attività ESG delle banche e la prospettiva di riforma della regolazione prudenziale delle informazioni*, cit., 490 s., dove osserva che i *sustainability-linked loan* «richiedono comunque obblighi di rendicontazione, in questo modo aumentando la trasparenza, che dovrebbe garantire forme di controllo del mercato e quindi ridurre gli incentivi per forme di *greenwashing*».

<sup>32</sup> Peraltro, la prassi del settore evidenzia come in alcuni contratti di finanziamento siano previste "comunicazioni ESG" che coinvolgono terze parti. Più precisamente, l'impresa finanziata si impegna a trasmettere un parere di un terzo indipendente che certifichi la sussistenza di determinati requisiti in capo all'impresa finanziata o alle garanzie dalla stessa prestate: si pensi, ad es., ad un parere reso sulla classe energetica degli immobili dati in garanzia, o sullo stato idrogeologico del territorio in cui sono ubicati. Questo è anche un modo per spostare sul cliente i costi di una attività di monitoraggio che, altrimenti, sarebbe particolarmente complessa e onerosa: a riguardo, infatti, l'Autorità di vigilanza suggeriscono agli enti di utilizzare *heat map* e strumenti simili (si v. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., parr. 127 e 149)

eventualmente individuati nel contratto di finanziamento<sup>33</sup>, sia – soprattutto – quello tradizionale di monitorarne l’esposizione ai rischi connessi ai fattori ESG.

Tuttavia, va rilevato come la gestione di un simile flusso informativo richiede all’impresa finanziata la predisposizione di un apparato organizzativo particolarmente sofisticato, sia con riferimento alla momento della raccolta dei dati sia con riferimento a quelli successivi della loro elaborazione e trasmissione: se da un lato, le imprese sono abituate a monitorare i propri dati patrimoniali e finanziari, così come quelli relativi alla produzione; meno abituate sono al monitoraggio di dati inerenti ai fattori ESG<sup>34</sup>. Pertanto, l’apposizione di clausole di questo tipo potrebbe aumentare, pur non direttamente, l’onerosità del finanziamento<sup>35</sup> e sottrarre all’impresa risorse preziose per la propria attività, portandola a canalizzarle nell’attività di *compliance* rispetto a tali obblighi di informativa. A quanto detto si aggiunga che tali clausole, se applicate in via standardizzata ed indiscriminata, potrebbero tradursi in un limite per le imprese di piccole e medie dimensioni ad accedere al credito in quanto carenti di risorse sufficienti a predisporre un apparato organizzativo quale quello appena descritto (a tacer del fatto che, molto spesso, nelle realtà imprenditoriali più piccole manca una vera e propria educazione sulla sostenibilità così come una cultura dei rischi ESG)<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Si. v. quanto detto *supra* par. 1 con riferimento agli Orientamenti dell’Autorità Bancaria Europea in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti e, in particolare, le raccomandazioni sui prestiti sostenibili da un punto di vista ambientale rivolti alle imprese (AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, cit., par. 58).

<sup>34</sup> Ed infatti i principali interventi normativi volti a sensibilizzare le imprese – specie quelle di maggiori dimensioni – verso queste tematiche sono di recente emanazione, come la *Corporate Sustainability Reporting Directive* del 2022, o ancora *in fieri*, come la proposta relativa alla *Corporate Sustainability Due Diligence Directive*: si v. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937*, 23 febbraio 2022, COM/2022/71 *final*, in [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>35</sup> Sul tema, si v. anche i risultati della ricerca condotta da C. CARNEVALE e D. DRAGO, *op. cit.*, 235 ss.

<sup>36</sup> Invero, alcuni intermediari si stanno muovendo nell’ottica di supportare le imprese in questa “transizione” verso una finanza ESG: interessante, a riguardo, è l’esempio dato dal servizio *ESG Circle* offerto da CHERRY BANK (in [www.cherrybank.it](http://www.cherrybank.it)), che vede l’intermediario offrire un prestito teso a promuovere

## 2.2. ... e nei *positive, negative e financial covenant*

Le informazioni ottenute attraverso gli *informative covenant* possono rivelare una situazione di crisi dell'impresa o far presagire un deterioramento dell'esposizione, o, ancora, con riferimento alle tematiche che qui ci interessano, il mancato perseguimento da parte dell'impresa finanziata degli obiettivi ESG concordati o un acuirsi del rischio ambientale, sociale o di *governance*. Orbene, è verosimile che il finanziatore reagisca rispetto alle criticità riscontrate e, come si è detto in precedenza, sarà già il contratto di finanziamento ad indicare quali azioni potrà compiere: ad esempio, la risoluzione del contratto, la rinegoziazione di alcune clausole, la dazione di garanzie ulteriori da parte dell'impresa, l'applicazione di moratorie, *etc.* Ciò premesso, va tuttavia precisato che la rilevazione delle criticità di cui s'è detto non è rimessa al libero apprezzamento delle parti ma è data dalla violazione di *negative o positive covenant*, ossia di specifici obblighi di *facere o non facere* che l'impresa finanziata si era impegnata ad adempiere<sup>37</sup>.

Tradizionalmente, i *negative covenant* mirano a vietare all'impresa di distribuire utili, di compiere determinati atti dispositivi del patrimonio sociale, *etc.* Si tratta, in buona sostanza, di obbligazioni negative aventi la funzione di preservare la garanzia patrimoniale generica (ma anche le garanzie reali eventualmente offerte, ove prese in considerazione dal *covenant*): di qui, la dottrina ha spesso qualificato questi *covenant* come "garanzie negative"<sup>38</sup>. Orbene, ai fini che qui ci occupano, questo genere di *covenant* può essere proficuamente impiegato per sensibilizzare l'impresa alle tematiche ambientali e sociali, così come al buon governo societario, impegnandola, ad esempio, a non superare una certa soglia di emissioni di agenti inquinanti, a non dar luogo a discriminazioni salariali tra lavoratori, a

---

obiettivi ESG e assicurare all'impresa finanziata due verifiche gratuite, a distanza di un anno l'uno dall'altro, sul loro grado di sostenibilità.

<sup>37</sup> Peraltro, va segnalato che il contratto di finanziamento potrebbe "sanzionare" anche la violazione degli stessi *informative covenant* e, quindi, l'inadempimento degli obblighi informativi ad essi sottesi.

<sup>38</sup> Si v. spec. G. PIEPOLI, *Le garanzie negative*, loc. ult. cit.; e A. DAVOLA, *op. loc. ult. cit.* Sulle obbligazioni negative, peraltro, si v. già gli studi di L. COVIELLO JR., *L'obbligazione negativa. Contributo alla teoria delle obbligazioni*, vol. I, Napoli, 1931, 47 ss. e vol. II, Napoli, 1934, *passim*.

non intrattenere rapporti commerciali con imprese operanti in settori controversi o che non rispettano determinati standard ambientali e sociali, *etc.*

La migliore letteratura ha rilevato come i *negative covenant* siano generalmente più diffusi dei *positive covenant* in ragione del timore del finanziatore di esercitare attività di direzione e coordinamento sull'impresa finanziata<sup>39</sup>, con tutte le problematiche che ne conseguono e sulle quali torneremo meglio al paragrafo seguente. Orbene, con riferimento alle tematiche di nostro interesse, invece, si può assistere ad una tendenza di segno opposto, ossia ad una certa diffusione dei *positive covenant*, i quali, come è facilmente intuibile, impegnano l'impresa finanziata a perseguire uno o più obiettivi ESG o a contenere i relativi rischi. Ad esempio, se prendiamo in considerazione i *social loan*, assistiamo a clausole che impegnando l'impresa finanziata ad intraprendere determinate iniziative di *welfare* aziendale per migliorare il benessere dei propri dipendenti e ad assumere soggetti fragili<sup>40</sup>, obblighi il cui assolvimento può essere verificato anche attraverso il conseguimento da parte dell'impresa finanziata di certificazioni ISO<sup>41</sup>.

---

<sup>39</sup> In tal senso, si v. spec. M. MOZZARELLI, *op. cit.*, 14 ss.

<sup>40</sup> Ad es., se guardiamo al *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT (in [www.unicredit.it](http://www.unicredit.it)), vediamo come tra i diversi obiettivi che possono essere perseguiti dall'impresa finanziata ve ne siano di afferenti al benessere dei dipendenti (impiego di risorse per la realizzazione di programmi e *benefit* dedicati al *welfare* aziendale per i dipendenti, aumento dell'indice di soddisfazione dei dipendenti, riduzione del numero di infortuni sul lavoro per dipendente, incremento delle ore di formazione all'anno per dipendente sui temi ESG), al tema della diversità e dell'inclusione (incremento della percentuale di dipendenti disabili e/o appartenenti a categorie protette, incremento della percentuale delle nomine a quadro direttivo e a dirigente dei dipendenti di genere femminile, uguaglianza di genere nell'organo amministrativo), di inerenti i giovani e il sostegno alla comunità locale (realizzazione di attività di sostegno alla comunità tramite donazioni ad organizzazioni *non profit*, avviamento lavorativo di giovani, assunzioni di giovani, iniziative per la sensibilizzazione sulla sostenibilità), *etc.* Orbene, il finanziamento in questione, che ha una durata compresa tra due e dieci anni, prevede una riduzione del tasso d'interesse applicabile laddove l'impresa si impegni a perseguire e a raggiungere almeno due degli obiettivi appena elencati.

<sup>41</sup> Ad es., guardando al *Finanziamento Futuro Sociale* proposto da UNICREDIT e già richiamato alla nota precedente, rilevano le seguenti certificazioni: ISO 45001:2018 sui sistemi di gestione per la salute e sicurezza sul lavoro, ISO 37301:2021 sui sistemi di gestione della *compliance*, ISO 56002:2021 sui sistemi di gestione dell'innovazione, *etc.* Tali certificazioni, in quanto rilasciate da un soggetto

Se prendiamo ad esempio i *green loan*, assistiamo a clausole che impegnano l'impresa ad un efficientamento energetico dei propri impianti<sup>42</sup>.

Peraltro, sia i *positive* sia i *negative covenant* appena descritti possono essere strutturati nella medesima logica di un *financial covenant*, ossia attraverso l'individuazione di parametri quantitativi precisi: orbene, se da un lato i *financial covenant* tradizionali impongono all'impresa finanziata di rispettare determinate *ratio* patrimoniali e finanziarie<sup>43</sup> (ad esempio, fissando una soglia per il rapporto tra indebitamento ed EBITDA), dall'altro gli *ESG covenant* potrebbero prendere in considerazione parametri ambientali e sociali (ad esempio, fissando un rapporto tra forza lavoro maschile e forza lavoro femminile prossimo alla parità). Com'è facilmente intuibile, trattandosi di parametri quantitativi, la loro violazione potrà essere rilevata con maggiore certezza e costituirà un "campanello d'allarme" efficace sull'andamento critico dell'esposizione<sup>44</sup>, perché l'impresa non sta perseguendo gli obiettivi ESG prefissati o perché è incrementata la sua esposizione ai rischi in questione.

Ciò premesso, va rilevato come i *covenant* appena delineati presentino diverse criticità. In primo luogo, riemerge il problema

---

terzo, sono più idonee ad assicurare il perseguimento degli obiettivi fissati dal *covenant* da parte dell'impresa finanziata rispetto ad una autodichiarazione della medesima, e meno costose per il finanziatore di un accertamento condotto da esso stesso.

<sup>42</sup> È il caso, ad es., dei *Finanziamenti a medio lungo termine Energia Impresa* proposti da INTESA SANPAOLO (in [www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)), i quali sono destinati (i) al comparto delle energie rinnovabili (fotovoltaico, eolico, idroelettrico e gas di depurazione); (ii) a quello del biometano; e del (iii) biogas; nonché, come anticipato, (iv) ad interventi di efficientamento energetico.

<sup>43</sup> Come evidenziato da U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 602, l'obiettivo di questi *covenant* è chiaramente quello di "congelare" il profilo di rischio dell'impresa.

<sup>44</sup> O – per usare le parole delle Autorità di vigilanza – un "indicatore di allerta precoce" del deterioramento dell'esposizione, rendendo necessario un intervento del finanziatore. Il riferimento è agli "indicatori di allerta precoce" di cui all'allegato 4 delle Linee guida della Banca Centrale Europea sui crediti deteriorati: BANCA CENTRALE EUROPEA, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*, marzo 2017, in [www.bankingsupervision.europa.eu](http://www.bankingsupervision.europa.eu). Più precisamente, al ricorrere di un evento rientrante tra gli indicatori in questione, gli enti dovrebbero valutare l'applicazione di misure di tolleranza per scongiurare il deterioramento dell'esposizione: sul punto torneremo al successivo par. 4.

dell'appesantimento del testo contrattuale e della conseguente attività di *compliance* che l'impresa è chiamata a porre in essere. A riguardo, ci siamo già soffermati al paragrafo precedente, sicché possono valere le medesime conclusioni formulate con riferimento agli *informative covenant*: v'è il rischio che le piccole e medie imprese si trovino di fronte ad una barriera insuperabile per accedere al credito in quanto carenti di assetti organizzativi tali da consentire loro di rispettare gli impegni contrattuali in questione.

Altro profilo problematico è dato dalla possibilità che alcuni *covenant* orientati verso i fattori ESG si traducano in mere clausole di stile – od operazioni di *marketing*, per riprendere quanto detto al paragrafo 2 – in quanto alla loro violazione potrebbe non seguire alcuna reazione da parte del finanziatore. Non ci si riferisce tanto ai *covenant* tesi a monitorare e contenere i rischi ESG ma a quelli volti solamente a perseguire obiettivi ambientali e sociali: se la loro violazione non ha ricadute sul rientro dell'esposizione, verosimilmente il finanziatore soprassiederà alla loro violazione, tacitamente o rilasciando un *waiver*. Un esempio può essere utile a chiarire questa osservazione: si pensi ad un *covenant* che impegni l'impresa finanziata ad assicurare l'assunzione di un certo numero di dipendenti di genere femminile per perseguire la parità di genere. Verosimilmente, la violazione di questo *covenant* non ha alcun impatto sulle capacità restitutorie dell'impresa (fermo restando che potrebbe causare alla stessa un danno reputazionale), con la conseguenza che il finanziatore potrebbe soprassedere alla sua violazione e non attivare alcuno strumento per tutelarsi. Al più il finanziatore potrebbe sfruttare l'occasione per azionare un aumento del costo del credito, ma ciò potrebbe rivelarsi un'arma a doppio taglio e compromettere le capacità di rimborso della controparte. In sintesi, gli ESG *covenant* sembrano avere una qualche efficacia solo nel momento in cui vadano a presidiare i rischi tradizionali connessi all'esercizio del credito, non quando siano apposti con il semplice obiettivo di orientare in senso "etico" l'attività dell'impresa finanziata (questo a meno che il finanziatore non aderisca convintamente ai valori di cui si discute)<sup>45</sup>.

---

<sup>45</sup> Anche se, ad oggi, nell'Unione Europea, le banche "etiche" sono in netta minoranza rispetto a quelle tradizionali: infatti, ad oggi, risulta che siano solamente trentatré gli enti aderenti alla European Federation of Ethical and Alternative Banks and Financiers (in [www.febea.org](http://www.febea.org)).

### 3. *Gli ESG covenant come strumento di direzione e coordinamento*

Alle criticità appena descritte, se ne aggiunge una ulteriore, che merita particolare attenzione: infatti, viene da chiedersi se gli ESG *covenant*, per come delineati in precedenza, possano dare luogo ad una responsabilità del finanziatore per attività di direzione e coordinamento ai sensi dell'art. 2497 c.c.<sup>46</sup>. Com'è noto, la disposizione in questione sancisce la responsabilità delle società o degli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento nei confronti di altre società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, arrecando così un pregiudizio ai soci della medesima con

---

<sup>46</sup> Per una panoramica sulla portata della disposizione appena richiamata, si v. C. ANGELICI, *Direzione e coordinamento: casi e questioni*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 951 ss.; N. RONDINONE, *Gruppi di società. Direzione e coordinamento*, in *Trattato delle società*, V. DONATIVI (dir. da), vol. III, Torino, 2022, 1354 ss.; E. CICONI, *Responsabilità da direzione e coordinamento: spunti civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2020, 1319 ss.; P. MONTALENTI, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 111 ss.; M. VENTORUZZO, *Responsabilità da direzione e coordinamento e vantaggi compensativi futuri*, in *Riv. soc.*, 2016, 363 ss.; F. GALGANO e G. SBISÀ, *Direzione e coordinamento di società. Artt. 2497-2497-septies*, in *Comm. c.c. Scialoja Branca*, Bologna-Roma, 2<sup>a</sup> ed., 2014, *passim*; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, vol. IV, Padova, 2015, 859 ss.; L.A. BIANCHI, *Problemi in materia di disciplina dell'attività di direzione e coordinamento*, in *Riv. soc.*, 2013, 420 ss.; G. SBISÀ, *sub art. 2497, co., 1 e 2*, in *Comm. alla riforma delle società diretto da Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari*, vol. *Direzione e coordinamento di società. Artt. 2479-2479-septies*, Milano, 2012, 3 ss.; A. VALZER, *Le responsabilità da direzione e coordinamento di società*, Torino, 2011, *passim*; P. DAL SOGLIO, *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto delle società*, A. MAFFEI ALBERTI (a cura di), vol. III, Padova, 2005, 2302 ss.; G. ALPA, *La responsabilità per la direzione e il coordinamento di società. Note esegetiche sull'art. 2497 cod. civ.*, in *Nuova giur. comm.*, 2004, II, 659 ss.; A. BADINI CONFALONIERI e R. VENTURA, *sub art. 2497*, in *Il nuovo diritto societario*, G. COTTINO, G. BONFANTE, O. CAGNASSO e P. MONTALENTI (dir. da), vol. III, Bologna, 2004, 2150 ss.; V. CARIELLO, *sub art. 2497*, in *Società di capitali. Commentario*, G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), Napoli, 2004, 1853 ss.; ID., *Primi appunti sulla c.d. responsabilità da attività di direzione e coordinamento di società*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, II, 331 ss.; ID., *Direzione e coordinamento di società e responsabilità: spunti interpretativi iniziali per una riflessione generale*, in *Riv. soc.*, 2003, 1229 ss.; R. SACCHI, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2003, I, 661 ss.; e P. DE BIASI, *Sull'attività di direzione e coordinamento di società*, in *Società*, 2003, 946 ss.



riferimento alla redditività ed al valore della loro partecipazione nonché ai creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio sociale. Orbene, in astratto e per come finora delineati, gli ESG *covenant* – così come i *covenant* tradizionali<sup>47</sup> – possono essere idonei a consentire al finanziatore di dirigere e coordinare l'attività dell'impresa finanziata. In concreto, però, il configurarsi della fattispecie dipenderà dal tipo di impegno assunto dall'impresa e, ovviamente, dai poteri attribuiti al finanziatore per assicurarne il rispetto e, così, esercitare una più o meno significativa *moral suasion* sull'attività della propria controparte (*moral suasion* che, com'è facilmente intuibile, sarà direttamente proporzionale all'importanza che il finanziamento ha per l'impresa).

Peraltro, affinché sia configurabile anche una responsabilità in capo al finanziatore, occorre che siano integrati gli altri requisiti previsti dall'art. 2497 c.c. Infatti, la disposizione in commento stabilisce che, affinché sussista una sua responsabilità, il finanziatore deve aver «agito nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime». Orbene, senza chiamare in causa gli interessi di matrice pubblicistica indirettamente perseguiti da questo genere di pattuizioni e

---

<sup>47</sup> Sulla responsabilità da direzione e coordinamento attraverso i *covenant* tradizionali, si v. spec. G. BARBARA, *op. cit.*, 91 ss.; M. DE POLI, *L'ingerenza dannosa della banca nell'attività della finanziata, tra "amministrazione di fatto" e "controllo" societario*, cit., *passim*; P. CUOMO, *Controllo societario da credito e diritto della crisi. Il problema del Sanierungsprivileg*, cit., 425 ss.; ID., *Il controllo societario da credito*, cit., *passim*; L. PICARDI, *op. cit.*, 139 ss.; M. MOZZARELLI, *op. cit.*, *passim* e spec. 93 ss.; E. CODAZZI, *L'ingerenza nella gestione delle società di capitali tra "atti" e "attività": profili in tema di responsabilità*, Milano, 2012, spec. 211; L. BENEDETTI, *La responsabilità ex art. 2497 c.c. della banca e le soluzioni negoziali delle crisi di impresa*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, spec. 420 s.; e R. PENNISI, *op. cit.*, 627 ss. Il problema dell'ingerenza esercitata dalla banca sull'impresa finanziata e della eventuale *lender liability* è stato ampiamente indagato anche dalla letteratura straniera: a riguardo, si v. spec. F. TUNG, *Leverage in the board room: The unsung influence of private lenders in corporate governance*, in *UCLA Law Review*, 2009, spec. 144 ss.; D.G. BAIRD e R.K. RASMUSSEN, *Private debt and the missing lever of corporate governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2006, 1209 ss.; J.D. HYNES, *Lender liability: The dilemma of the controlling creditor*, in *Tennessee Law Review*, 1991, 635 ss.; e già M.H. DOUGLAS-HAMILTON, *Creditor liabilities resulting from improper interference with a management of a financially troubled debtor*, in *Business Lawyer*, 1975, 343 ss.

specialmente quelle tese alla promozione di obiettivi ESG (tutela ambientale, inclusione sociale, stabilità finanziaria, *etc.*)<sup>48</sup>, gli ESG *covenant* perseguono diversi interessi privatistici. Essi, infatti, rispondono ad interessi imprenditoriali del finanziatore, ossia che la somma erogata sia impiegata secondo le finalità pattuite, specie se destinata a perseguire obiettivi ESG, nonché, ovviamente, il rientro dell'esposizione e, più in generale, la conservazione della garanzia patrimoniale generica data dal patrimonio sociale (potenzialmente minacciata dai rischi ESG). Interesse, quest'ultimo, che è proprio anche degli altri creditori sociali, con la conseguenza che viene da chiedersi se l'ingerenza eventualmente esercitata dal finanziatore in forza del *covenant* possa effettivamente andare a loro danno. Nondimeno, potrebbe essere arrecato un pregiudizio ai soci ogni qual volta tale ingerenza vada a scapito della redditività della loro partecipazione<sup>49</sup>: ad esempio, si pensi al caso in cui, in forza di un *covenant* che la impegni all'efficientamento energetico dei propri impianti produttivi, l'impresa finanziata si trovi costretta a destinare tutti gli utili a tale scopo<sup>50</sup>. Guardando poi alla violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale dell'impresa finanziata, è difficile

---

<sup>48</sup> A riguardo, si v. quanto detto *infra* nt. 50.

<sup>49</sup> A riguardo, si v. spec. U. PATRONI GRIFFI, *op. cit.*, 601 s., dove osserva come, da un lato, «l'interesse del finanziatore è [...] quello di ottenere il rimborso del capitale investito e la remunerazione promessa, alla scadenza concordata», precisando, quindi che «il finanziatore si auspica una gestione conservativa dell'impresa sociale, che non metta a repentaglio l'obiettivo innanzi ricordato»; e come, dall'altro lato, «i soci hanno interesse affinché la società colga gli affari più remunerativi offerti dal mercato, anche se rischiosi».

<sup>50</sup> Ancora, si pensi ad un *covenant* in chiave *social* che impegni l'impresa ad assumere un determinato numero di dipendenti disabili: esso persegue obiettivi ESG ma non è certo che risponda ad un interesse "imprenditoriale" del finanziatore, posto che non è funzionale al monitoraggio o alla mitigazione dei rischi sottesi all'esposizione né ad un dimostrabile miglioramento delle capacità produttive del prestatore. Esso sembra perseguire interessi superindividuali e diffusi, con la conseguenza che l'ingerenza esercitata dalla banca attraverso lo stesso potrebbe uscire dal perimetro applicativo dell'art. 2497 c.c. Pertanto, è dubbio se la disposizione in commento sia applicabile anche ai casi relativi a *covenant* il cui unico scopo è quello di perseguire obiettivi ESG, data la non imprenditorialità degli interessi da essi perseguiti.

ipotizzare che tale requisito possa essere integrato<sup>51</sup> fintanto che, in forza dell'ESG *covenant*, non siano imposte all'impresa decisioni antieconomiche o tali da pregiudicarne la redditività, in quanto frutto di una logica eccessivamente conservativa (che, com'è ovvio, è propria dell'interesse imprenditoriale del finanziatore, non dell'impresa finanziata).

In sintesi, molto dipenderà dal caso concreto. Nondimeno, per evitare di integrare gli estremi dell'attività di direzione e coordinamento, il finanziatore dovrà bilanciare attentamente i propri interessi con quelli dei soci dell'impresa finanziata.

#### 4. *La reazione alla violazione del covenant: brevi cenni sulle misure di tolleranza*

Finora si è guardato alla reazione del finanziatore rispetto alla violazione di un *covenant* descrivendola come volta a perseguire un suo interesse esclusivo, ossia quello al rimborso del prestito: basti pensare alle clausole che, al ricorrere di determinate situazioni, assicurano al finanziatore il diritto di risolvere il contratto, di rinegoziarne i termini (ad es., aumentando il costo del credito o diminuendo l'importo del fido, in caso di apertura di credito) o di ottenere dall'impresa ulteriori garanzie, reali o personali. In un certo senso, attraverso queste clausole, l'incertezza operativa che accompagna le tutele codicistiche classiche (si pensi agli artt. 1186 e 2743 c.c.)<sup>52</sup> viene superata dalla puntualità delle disposizioni contrattuali: ad esempio, come si è visto, alla violazione di un *financial covenant* – quindi, di un parametro calcolato

---

<sup>51</sup> Infatti, gli ESG *covenant* – almeno quelli tesi al monitoraggio dei rischi ESG – promuovono la cultura del rischio, certamente benefica per l'impresa. Sull'importanza di una corretta percezione dei rischi connessi all'attività d'impresa, si v. in particolare F. MOLITERNI, *Crisi economico-finanziaria, assicurazione dei crediti, garanzia dello Stato e riassicurazione di ultima istanza*, in *Nuova giur. comm.*, suppl. n. 5, 2020, 54, dove richiama le parole di R. THALER e C. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare e nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Milano, 3<sup>a</sup> ed. 2017, 34.

<sup>52</sup> In argomento, si v. spec. le considerazioni di G. DE DONNO, *Riflessioni attorno alla natura civilistica dei covenants*, cit., 353 s.; e D. GALLETTI, *op. cit.*, par. 2.

sulla base di precise formule matematiche – può seguire una reazione del finanziatore predeterminata dal contratto<sup>53</sup>.

Invero, non è da escludersi che il contratto possa contenere anche delle clausole volte a delineare una reazione “neutra”, della quale possono beneficiare sia il finanziatore sia l’impresa finanziata. Il riferimento è a quelle clausole che, a determinate condizioni, prevedono l’attivazione di misure di tolleranza (anche dette “misure di concessione” o “*forbearance measure*”), ossia di misure volte a prevenire il deterioramento dell’esposizione o a riportare *in bonis* un’esposizione già deteriorata<sup>54</sup>: si pensi, ad esempio, alla concessione di una moratoria, ad uno riscadenzamento delle rate del prestito, ad una riduzione del tasso di interesse applicato, *etc.*<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Peraltro, va rivelato come la predeterminazione nel contratto dei rimedi azionabili dal finanziatore abbia anche una sorta di effetto “psicologico” positivo sul debitore, stimolandolo ad adempiere diligentemente agli obblighi assunti, nel timore che all’inadempimento possa seguire una determinata reazione della controparte.

<sup>54</sup> Secondo la definizione che ne dà l’art. 47-ter del *Capital Requirements Regulation*. In argomento, si v. M. MAGGIOLINO, *La disciplina giuridica dei crediti deteriorati nella prospettiva delle banche: profili critici*, Egea, Milano, 2020, pp. 126 ss.; E. AVGOULEAS, *The EU framework dealing with non-performing exposures*, in *European Banking Union*, D. BUSCH e G. FERRARINI (a cura di), Oxford, II ed., 2020, pp. 311 ss.; A. MIGLIONICO, *The SSM and the prudential regime of non-performing loans*, in *The European Banking Union and the role of law*, G. Lo SCHIAVO (a cura di), Cheltenham, 2019, pp. 197 ss.; E. MONTANARO, *Non-performing loans and the European Union legal framework*, in *The Palgrave handbook of European Banking Union law*, M.P. CHITI e V. SANTORO (a cura di), Londra, 2019, pp. 213 ss.

<sup>55</sup> Invero, come detto alla nota precedente, la puntuale definizione di “misura di concessione” è oggi data dall’art. 47-ter del *Capital Requirements Regulation*, introdotto nel Regolamento in questione solo nel 2019: con tale espressione, «si intende una concessione accordata dall’ente al debitore il quale ha incontrato o rischia di incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari. La concessione, che può comportare una perdita per il prestatore, fa riferimento a una delle seguenti azioni: (a) la modifica dei termini e delle condizioni dell’obbligazione debitoria, quando la modifica non sarebbe stata concessa se il debitore non avesse incontrato difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari; (b) il rifinanziamento integrale o parziale dell’obbligazione debitoria, quando il rifinanziamento non sarebbe stato concesso se il debitore non avesse incontrato difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari». Così dispone il primo comma della disposizione citata. Il successivo secondo comma prosegue individuando alcune misure da considerare necessariamente come concessioni, in buona parte recependo gli esempi già formulati dalla Banca Centrale Europea e dal Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria anni prima: si v., infatti, BANCA CENTRALE EUROPEA, *Linee guida per le banche sui crediti deteriorati (NPL)*,

La questione assume particolare rilievo per quanto riguarda i rischi ESG e, in particolare modo, con riferimento al rischio fisico, il quale il più delle volte si manifesta in maniera imprevista (si pensi, ad esempio, ad un'alluvione o ad un periodo di siccità prolungata). Spesso, le ricadute del fenomeno atmosferico avverso sull'attività dell'impresa sono solo temporanee e la stessa potrebbe superarle proficuamente indirizzando le giuste risorse nella riparazione dei danni, deviandole dal rimborso del prestito<sup>56</sup>. Orbene, il contratto potrebbe diventare il luogo per regolare preventivamente questo genere di eventualità, ad esempio, prevedendo misure di moratoria o simili attivabili su semplice istanza dell'impresa finanziata o su accordo di entrambe le parti, così da assicurare la tempestività necessaria ad affrontare la situazione (tempestività che non sarebbe egualmente garantita nelle more di una rinegoziazione del prestito o di un eventuale intervento legislativo emergenziale)<sup>57</sup>.

---

cit., par. 4; e BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, *Guidelines. Prudential treatment of problem assets – definitions of non-performing exposures and forbearance*, 2016, par. 4, in [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>56</sup> A quanto detto, ovviamente, corrisponde un incremento del rischio di liquidità in capo alla banca: infatti, «il verificarsi di un evento climatico sfavorevole potrebbe [...] portare il cliente ad attingere ai propri depositi per finanziare le spese di riparazione e ristrutturazione, con conseguente contrazione della liquidità della banca» (così BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit., par. 4.4, tavola n. 1, s.v. “rischi di liquidità”).

<sup>57</sup> A tacere delle incertezze applicative che spesso accompagnano la normativa emergenziale, come accaduto con le decretazioni d'urgenza sulle moratorie durante la pandemia da Covid-19: sul punto, si v. spec. R. LENER e A. DI CIOMMO, *Le moratorie in tempo di pandemia: superare i problemi applicativi*, in *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, U. MALVAGNA e A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), Pisa, 2020, 71 ss.; L.S. LENTINI, *Moratoria dei finanziamenti bancari e criteri di maturazione degli interessi “di sospensione” nel decreto “Cura Italia”: una prima lettura*, in *questa Rivista*, 2020, I, 235 ss.; e quanto scritto in E. CECCHINATO, *Il trattamento prudenziale delle esposizioni beneficiarie di moratoria, rifinanziamenti e garanzie pubbliche nel contesto della crisi da Covid-19*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, 2, 2020, 97 ss.

## 5. Conclusioni

A conclusione di queste brevi riflessioni, possiamo affermare con una certa sicurezza che gli ESG *covenant* diventeranno una realtà sempre più diffusa nei contratti di finanziamento alle imprese, almeno per monitorare e contenere i rischi associati ai fattori ESG. La spinta propulsiva data dalle Autorità di settore in tale direzione – almeno per quel che concerne il rischio climatico – è evidente e non lascia agli intermediari particolari spazi di manovra, se non il tempo necessario per adeguare i propri assetti organizzativi<sup>58</sup>. Più complessa, invece, pare la diffusione – o, meglio, la concreta attuazione – di quegli ESG *covenant* che mirano esclusivamente a perseguire obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale: questi *covenant* rischiano di trasformarsi in meri *best effort*, cui non segue alcuna reazione dell'intermediario fintanto che non peggiora il profilo di rischio della controparte. In sintesi, è auspicabile un intervento del legislatore che incentivi questo genere di prestiti (ad esempio, assistendoli con

---

<sup>58</sup> Invero, una indagine condotta nel giugno 2022 da Banca d'Italia aveva rilevato che, per quel che concerne il panorama italiano, solo una quota limitata di intermediari aveva già avviato analisi dell'impatto del rischio climatico sul portafoglio crediti, mentre una vasta percentuale di banche dichiarava di apprestarsi a farlo in un prossimo futuro (C. ANGELICO, I. FAIELLA e V. MICHELANGELI, *Il rischio climatico per le banche italiane: un aggiornamento sulla base di un'indagine campionaria*, in *Note di Stabilità Finanziaria e Vigilanza*, n. 29, giugno 2022, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)). Nondimeno, nonostante tali evidenze, l'Autorità ha precisato, in una nota rivolta agli operatori, di attendersi «che gli organi di amministrazione delle banche approvino un appropriato piano di iniziative, volto a definire, per il prossimo triennio, un percorso di allineamento progressivo alle aspettative, declinando in modo coerente i tempi di adeguamento delle principali *policy* aziendali e dei sistemi organizzativi e gestionali». L'Autorità, poi, prosegue fissando termini alquanto stringenti (e già decorsi): «Tali piani di azione costituiranno il riferimento per il dialogo di supervisione con le [banche meno significative]. In particolare, [Banca d'Italia] continuerà ad approfondire e a monitorare lo stato di avanzamento delle iniziative adottate e pianificate dagli intermediari coinvolti nella rilevazione, per le quali, ove non si fosse già provveduto, si attende entro il 31 gennaio 2023 l'approvazione e la trasmissione alla Vigilanza del suddetto piano; in parallelo saranno avviate le interlocuzioni anche con le banche non coinvolte nell'indagine tematica, per le quali si attende la produzione del piano di iniziative entro il 31 marzo 2023» (così BANCA D'ITALIA, *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un campione di banche less significant*, 10 gennaio 2023, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it)).

garanzie pubbliche)<sup>59</sup> e, soprattutto, l'osservanza degli obiettivi *ivi* fissati con misure premiali a beneficio del finanziatore (come, ad esempio, una maggiore flessibilità in termini di requisiti patrimoniali, nel caso in cui il finanziatore sia un ente creditizio).

Ovviamente, gli enti creditizi dovranno calibrare attentamente il contenuto degli ESG *covenant*, sia per non oberare le imprese di oneri di *compliance* eccessivi sia per ridurre il rischio di andare a configurare una situazione di direzione e coordinamento, possibile fonte di responsabilità laddove rechi pregiudizio ai soci dell'impresa finanziata (quanto alla redditività della loro partecipazione) o agli altri creditori sociali (quanto all'integrità del patrimonio sociale). In sintesi, anche con riferimento a quanto detto relativamente alle misure di tolleranza, sarà richiesto agli enti creditizi di bilanciare attentamente i propri interessi con quelli dell'impresa.

---

<sup>59</sup> Un esempio in tal senso è dato da quanto previsto dall'art. 64 del Decreto-Legge 16 luglio 2020, n. 76, il quale ammette una garanzia di SACE per i finanziamenti volti a sostenere «progetti tesi ad agevolare la transizione verso un'economia pulita e circolare e ad integrare i cicli produttivi con tecnologie a basse emissioni per la produzione di beni e servizi sostenibili».





## **Limiti normativi allo sviluppo del mercato dei *green bond*: la proposta di riforma dell'art. 2483 c.c.**

**SOMMARIO.** 1. Premessa. 2. I *green bond* nel contesto della C.M.U. ... 3. *Segue. ...* e nell'ordinamento italiano 4. I limiti posti al mercato dei *green bond* dal quadro normativo interno. 5. Conclusioni.

### *1. Premessa*

Com'è noto, la strategia di risposta *pubblica*<sup>1</sup> alle minacce globali causate dai cambiamenti climatici in atto costituisce, al presente, il fulcro della programmazione economica europea. Da tempo, infatti, il legislatore sovranazionale ha elevato la "sostenibilità" ad obiettivo verso il quale rivolgere i propri sforzi disciplinari<sup>2</sup>.

Tale orientamento si pone in continuità con gli obiettivi di tutela ambientale già fissati in sede politica sin dalla sottoscrizione del

---

<sup>1</sup> Espressione utilizzata da B. CELATI, in *Stato e mercato nella disciplina giuridica del governo dell'economia sostenibile*, in *Amministrazione in Cammino*, 2021, 1.

<sup>2</sup> Ci si riferisce al percorso intrapreso a livello comunitario sin dal Consiglio europeo tenutosi a Parigi nel 1972, in occasione del quale i capi di Stato partecipanti hanno discusso della necessità di adottare un programma d'azione unitario in materia. Da qui, *inter alia*, la sottoscrizione dell'Atto Unico Europeo entrato in vigore il 17 febbraio 1987, che ha costituito la prima base giuridica per la costruzione di una politica ambientale comune. Le successive revisioni dei Trattati comunitari hanno rafforzato l'impegno dell'attuale UE in tale direzione, fino all'emanazione del Trattato di Amsterdam, il quale ha stabilito l'obbligo di integrare la tutela ambientale in tutte le politiche settoriali dell'Unione, al fine di promuovere lo sviluppo sostenibile. «*Combattere i cambiamenti climatici*» (2.5.2) è divenuto poi un obiettivo specifico dell'Unione, con il Trattato di Lisbona (2009), insieme al perseguimento dello sviluppo sostenibile nelle relazioni con i Paesi terzi. È seguita l'adozione di numerose iniziative, tra le quali vanno menzionati il Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile (COM/2018/097 final), volto a migliorare il contributo del settore finanziario nell'ambito del programma dell'Unione Europea per il clima e lo sviluppo sostenibile ed il *Green Deal Europeo*, *i.e.* un pacchetto di iniziative strategiche che mira ad avviare una concreta transizione verde, con l'obiettivo ultimo di raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.

Per una recente ricostruzione dell'evoluzione della politica ambientale europea, in dottrina, cfr. *ex multis* F. FERRARO, *L'evoluzione della politica ambientale dell'Unione: effetto Bruxelles, nuovi obiettivi e vecchi limiti*, in *I Post di AISDUE*, 2022, 4, 170 ss.

Protocollo di Kyoto<sup>3</sup>; si ha riguardo all'impegno reciprocamente assunto dai Paesi firmatari, su base esclusivamente volontaria, di ridurre l'emissione di CO2 responsabile del pericoloso "effetto serra".

Dunque, l'accordo sopra menzionato era rimesso al «*carattere virtuoso degli Stati aderenti*» e al meccanismo di scambio dei «*diritti di emissione*» tra Paesi<sup>4</sup>. Di qui i limiti di tale iniziativa, che sono stati autorevolmente rilevati in dottrina<sup>5</sup>: ci si riferisce all'assenza di un piano d'azione organico in materia di resilienza all'impatto del cambiamento climatico e alla mancanza di una logica di paritaria distribuzione degli oneri connessi alla questione della bonifica ambientale.

Evidenti sono le ragioni che non hanno consentito di ritenere superate le criticità derivanti dalla problematica in discorso, donde la necessità di intraprendere nuove iniziative capaci di gestire le conseguenze negative che essa potrebbe avere sul sistema economico-finanziario. In tal senso, si fa riferimento alle indicazioni contenute nell'Accordo di Parigi del 2015<sup>6</sup> sui cambiamenti climatici e

---

<sup>3</sup> Ci si riferisce all'accordo sottoscritto a Kyoto l'11 dicembre 1997 (durante la Conferenza delle Parti, cd. COP3), in attuazione della Convenzione Quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), firmata a Rio de Janeiro nel 1992 ed entrata in vigore nel 1994. Il Trattato si prefigge l'obiettivo di stabilizzare le concentrazioni di gas serra nell'atmosfera ad un livello sostenibile e, quindi, di prevenire le gravi conseguenze del cambiamento climatico. Esso è entrato in vigore solo il 16 febbraio 2005, grazie alla ratifica da parte della Russia. Infatti, ai fini dell'efficacia del menzionato atto normativo era necessaria la ratifica dello stesso da non meno di 55 Nazioni, le quali rappresentassero complessivamente non meno del 55% delle emissioni serra globali.

<sup>4</sup> Le espressioni virgolettate sono tratte da F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, UTET, 2023, 33.

<sup>5</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza*, cit.

<sup>6</sup> Ci si riferisce all'Accordo sottoscritto a Parigi all'esito della XXI Conferenza delle Parti della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (COP21 dell'UNFCCC, acronimo dell'inglese *United Nations Framework Convention on Climate Change*), con l'obiettivo di pervenire alla firma di un accordo volto a regolare il periodo post-2020. Tale accordo, adottato con la decisione 1/CP21, definisce quale obiettivo di lungo termine il contenimento dell'aumento della temperatura ben al di sotto dei 2°C e il perseguimento degli sforzi di limitare l'aumento a 1.5°C rispetto ai livelli pre-industriali.

È stato approvato dall'UE mediante la Decisione (UE) 2016/1841 Del Consiglio del 5 ottobre 2016 *relativa alla conclusione, a nome dell'Unione europea,*

nell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite<sup>7</sup> per lo sviluppo sostenibile, i quali sembrano essere improntati ad una maggiore *equità* rispetto ai Trattati che li hanno preceduti, avuto riguardo all'applicazione della citata logica della paritaria distribuzione degli oneri tra i partecipanti e a quella delle responsabilità comuni tra i diversi soggetti coinvolti.

Chiara dunque è l'opportunità, da una parte, di prestare adeguata cura alla realizzazione delle forme e delle tecniche di produzione e, dall'altra parte, di orientare le scelte imprenditoriali verso modalità che contemperino la logica dell'interesse privatistico con quella della solidarietà<sup>8</sup>. Sembra condivisibile, infatti, la tesi autorevolmente sostenuta secondo cui un'impresa crea valore se riesce a combinare gli elementi che integrano i suoi profili funzionali, come l'efficienza e la remunerazione del capitale, con «una condotta etica rispettosa della legalità, dei diritti umani e del contesto ambientale»<sup>9</sup>.

A tale logica, come si vedrà, sono improntati a livello europeo numerosi provvedimenti i quali, nel sottolineare l'importanza del debito di mercato per gli obiettivi di sostenibilità, hanno incoraggiato le imprese a fare ricorso ai finanziamenti cd. *verdi* ovvero tesi ad ottenere liquidità mediante l'emissione di titoli di carattere *tematico*. Sono state introdotte, infatti, specifiche regole in grado di sollecitare la domanda di prodotti sostenibili e di incentivarne la distribuzione da parte degli intermediari. Non a caso, quindi, si assiste ad una crescita esponenziale<sup>10</sup> di forme di cd. *impact investing* ispirate alla tutela

---

dell'accordo di Parigi adottato nell'ambito della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici.

<sup>7</sup> Ci si riferisce al Programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità, sottoscritto il 25 settembre 2015 dai Governi dei 193 Paesi membri delle Nazioni Unite, e approvato dall'Assemblea Generale dell'ONU.

<sup>8</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elett. dir. econ. manag.*, 2020, 2, 14.

<sup>9</sup> Cfr. R. MASERA, *L'impresa e la creazione di valore*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 81.

<sup>10</sup> Cfr. in tal senso i dati economici riportati dal *Global Impact Investing Network* (GIIN) nel Report dal titolo “*Sizing the impact investing market*”, pubblicato il 12 ottobre 2022 sul sito [www.thegiin.org](http://www.thegiin.org).

Inoltre, sull'argomento si osserva che Amit Bouri, CEO di GIIN, ha affermato: “*Our new estimate of a global impact investing market larger than one trillion dollars represents a significant psychological milestone for the industry, as it matures and grows in sophistication.*”. “*While this figure serves as a very positive sign for the industry, it is also a call for further action. Vast allocations of capital and an*

ambientale<sup>11</sup> donde, ormai, la contrapposizione tra investimenti tradizionali, detti *brown*, ossia “non puliti” ed investimenti *green*<sup>12</sup>.

Ciò posto, con il presente lavoro ci si propone di verificare se il vetusto impianto codicistico nazionale sia idoneo a recepire adeguatamente le rinnovate istanze provenienti dal regolatore europeo e, dunque, se le regole di accesso al mercato dei capitali previste nel nostro ordinamento impediscano o meno, sul piano delle concretezze, la piena diffusione dei *green bond*.

## 2. *I green bond nel contesto della C.M.U. ...*

Alla luce di quanto si è detto, le imprese, indipendentemente dalle proprie dimensioni e dalla organizzazione interna, sono ormai chiamate ad adottare comportamenti *responsabili*, cioè volti a mitigare gli effetti negativi derivanti da operazioni economiche squisitamente utilitaristiche<sup>13</sup>.

La realizzazione di tale obiettivo richiede un considerevole sforzo finanziario, che le PMI potrebbero sostenere facendo ricorso alle diverse forme di etero-finanziamento disponibili.

Sul punto, va osservato che le autorità europee hanno da tempo intrapreso un percorso volto alla definizione di un *framework* che incoraggi le imprese di minori dimensioni a ricorrere alla liquidità di mercato, in ragione delle difficoltà da queste ultime tradizionalmente riscontrate ad accedere al canale bancario<sup>14</sup>. Il primo impulso in tale

---

*intentional focus towards generating positive impact are required right now if we are to achieve the UN Sustainable Development Goals by 2030 and to reach net zero emissions by 2050*”. Cfr. <https://thegiin.org/research/publication/impact-investing-market-size-2022/>.

<sup>11</sup> Com'è stato osservato in dottrina, con l'espressione *impact investing* si fa riferimento a “*tutte quelle ipotesi in cui il capitale è investito non solo in base alla redditività dell'investimento e alle sue condizioni di rischio, ma anche in ragione di obiettivi sociali e ambientali che l'investimento si propone attivamente di realizzare*”. Cfr. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca Impresa Soc.*, 2021, 1, 118.

<sup>12</sup> Con quest'ultima espressione, ci si riferisce ad operazioni di finanziamento consistenti nell'emissione di titoli da collocare sul mercato, cui è correlata la realizzazione di progetti che assicurino un impatto ambientale positivo.

<sup>13</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza.*, cit.

<sup>14</sup> Tra le prime Comunicazioni attuative dell'Agenda della Commissione UE, in tal senso, si vedano in particolare lo *Small Business Act* del 2008, la *Review of the*

direzione è stato impresso dall'ex Presidente della Commissione UE, J. C. Juncker che, nel 2014, lanciò l'idea di una Unione dei Mercati dei Capitali ("*Capital Markets Union*" o "C.M.U.") al fine di ridurre "*il costo della raccolta del capitale, specialmente per le piccole e medie imprese*", aiutandole per tale via a limitare la "*dipendenza dal finanziamento bancario*"<sup>15</sup>. Infatti, come evidenziato nel Libro Verde del 2015<sup>16</sup>, i Paesi europei risultano ancora fortemente dipendenti dal credito bancario, laddove mercati di capitali più forti richiederebbero fonti di finanziamento complementari<sup>17</sup>.

A ciò si è aggiunto il processo di cambiamento dei modelli economici che, mediante l'imposizione di *standard* ambientali fissati dal decisore pubblico e presidiato da un complesso di divieti ed incentivi, consegna all'intervento del diritto (*rectius* delle istituzioni pubbliche) il difficile compito di trasformare le ricadute che i processi di produzione e consumo hanno sull'ambiente - cui generalmente il

---

*Small Business Act* del 2011, le Comunicazioni *Single Market Act I* e *II*, rispettivamente del 2011 e del 2012, l'*Action Plan to Improve Access to Finance for SMEs* del 2011, nonché il Libro Verde dal titolo "*Building a Capital Market Union*" del 2015, cui è seguito, nello stesso anno, l'*Action Plan*. Si veda, inoltre, il Reg. UE n. 1291/2013 che istituisce il Programma *Horizon 2020* e il Programma *COSME*, entrambi volti a promuovere lo sviluppo e la competitività delle PMI europee.

Per una ricostruzione dell'argomento, cfr. P. MESSINA, *Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa*, Bari, 2021, in part. 101 ss.

<sup>15</sup> J.C. JUNCKER, *A new start for Europe: My Agenda for Jobs, Growth, Fairness and Democratic Change*, Strasburgo, 5 luglio 2014, consultabile al seguente link: [http://europa.eu/rapid/press-release\\_SPEECH-14-546\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-14-546_en.htm).

<sup>16</sup> Ci si riferisce al Libro Verde dal titolo "*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*" COM(2015) 63 final adottato dalla Commissione UE e pubblicato il 18 febbraio 2015, il quale è consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0063&from=EN>.

<sup>17</sup> Il Consiglio europeo, infatti, nell'accogliere le proposte di intervento formulate dalla Commissione UE, ha raccomandato di adottare "*un approccio equilibrato, basato tra l'altro su iniziative ispirate al mercato e sull'autoregolazione del mercato, ove opportuno e possibile*" e a portare avanti i lavori in settori, considerati fondamentali, quali il *crowdfunding* e i *minibond*. Cfr. le *Conclusioni del Consiglio sul piano di azione della Commissione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, pubblicato il 10 novembre 2015 sul sito [www.consilium.europa.eu](http://www.consilium.europa.eu).

bilancio d'impresa resta insensibile - in costi o benefici direttamente rilevanti entro la sfera individuale degli attori economici<sup>18</sup>.

Tenuto conto che le politiche di finanza pubblica non sembrano sufficienti a realizzare gli obiettivi di sostenibilità programmati in sede politica<sup>19</sup>, si comprendono le ragioni per cui la diversificazione delle fonti di finanziamento è stata elevata a caposaldo del programma di sviluppo sostenibile perseguito nell'ambito della C.M.U.

Va da sé che i mercati finanziari privati sono ormai utilizzati per facilitare la realizzazione di modelli di sviluppo imprenditoriale socialmente responsabile<sup>20</sup>, donde la predisposizione di iniziative disciplinari a vari livelli volte ad orientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Cfr. A. LAS CASAS, *Dai diritti di emissione alla finanza green. Le nuove frontiere e i limiti dei modelli privatistici per la tutela dell'ambiente*, in *Teoria e critica della ragione sociale*, 2020, 2, 130. Circa le difficoltà che il regolatore incontra nella predisposizione di un *framework* normativo idoneo a combinare le esigenze di sostenibilità evidenziate in sede tecnica con quelle di profitto proprie dell'attività di impresa, cfr. altresì F. RIGANTI *Regolazione del mercato e "fine di lucro"*. *Spunti per una ricerca attualizzata in tema di sostenibilità*, in *Dialoghi di Diritto dell'economia*, 2022, 5, 1 ss.

<sup>19</sup> In tal senso, già R. MASERA, *Regole e supervisione delle banche in Europa. Perché occorre un diverso approccio costi-benefici, con particolare riferimento alle banche regionali*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2015, suppl. al n. 4, 42. Nello stesso senso A. LAS CASAS, *op. cit.*, 131.

<sup>20</sup> La dottrina sostiene, peraltro, l'utilità di ricorrere a strumenti di finanza alternativa in favore delle PMI, di tipo tecnologico, al fine di realizzare obiettivi "green". In tal senso E. MACCHIAVELLO, nel proprio intervento dal titolo "*PMI sostenibili ed accesso a fonti alternative di finanziamento: green DLT-based finance e recenti normative europee*", al XIV Convegno annuale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" dal titolo "*Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale*" tenutosi a Roma, nei giorni 26 e 27 maggio 2023.

<sup>21</sup> Invocando il «*contributo della finanza a una crescita sostenibile e inclusiva*» [così si è espressa la Commissione europea nel *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM (2018) 97 final (cd. "CE Action Plan")], la Commissione ha inteso «*riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili*» (così CE Action Plan, 2) anche attraverso interventi sulla disciplina dei servizi di investimento (CE Action Plan, 7 s.); la Commissione europea si espressa nello stesso senso nella Comunicazione del 6 luglio 2021 dal titolo *Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final, 9. Da ultimo, come confermato dall'ESMA, nel documento dal titolo "*Strategy*", pubblicato a settembre 2022, la finanza sostenibile è stata definita una delle priorità chiave dell'Unione europea

È in detta prospettiva che assumono rilievo i *green bond*<sup>22</sup> i quali si sono progressivamente affermati nella scena economica quale modalità di finanziamento alternativo a quello bancario<sup>23</sup>, tanto che il loro mercato, in Italia, risulta essere oggi tra i più dinamici del settore obbligazionario<sup>24</sup>. Conferma siffatto assunto la circostanza che i citati

---

nell'area dei servizi finanziari, oltre ad essere uno dei “*thematic drivers*” (ivi, 13 e 26 s.).

<sup>22</sup> Il Report dal titolo “*Mobilising Bond Markets for a Low-Carbon Transition*”, pubblicato dalla OECD nel 2017 definisce i *green bond* quali “[...] *debt instruments used to finance green projects that deliver environmental benefits. A green bond is differentiated from a regular bond by its commitment to use the funds raised to finance or refinance “green” projects, assets or business activities*”. Cfr. il Report sopra indicato, consultabile al sito [www.oecd.org](http://www.oecd.org), 22. In dottrina, cfr. la definizione di tali titoli recentemente offerta da S. GILOTTA, *Green Bonds: A Legal and Economic Analysis*, in *Research Handbook on Environmental, Social, and Corporate Governance*, Edward Elgar, 2023, 1 s.

<sup>23</sup> A livello nazionale, i dati riportati in D. LIBERATI – G. MARINELLI, *Everything you always wanted to know about green bonds (but were afraid to ask)*, *Occasional Paper* n. 654/2021 pubblicato da Banca d'Italia sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), evidenziano che l'offerta di obbligazioni ESG ha registrato un aumento significativo negli ultimi anni. All'inizio del 2015, infatti, l'ammontare in circolazione dei titoli di debito ESG emessi, anche da parte di enti sovranazionali, è stato pari a 193 miliardi di euro, mentre alla fine del primo trimestre 2021 ha raggiunto quasi 1.850 miliardi di euro.

Ancora più evidenti sono i livelli di crescita del mercato dei *green bond* se si guarda ai dati economici globali. È stato osservato, infatti, che il mercato globale dei *green bond*, nel 2021, ha raggiunto il valore complessivo di 1.600 miliardi di dollari. Cfr. il *Climate bonds initiative, sustainable debt global state of the market 2* (2021), disponibile al seguente link: [https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi\\_global\\_sotm\\_2021\\_02h\\_0.pdf](https://www.climatebonds.net/files/reports/cbi_global_sotm_2021_02h_0.pdf).

<sup>24</sup> In tal senso, cfr. i dati riportati da Borsa Italiana al link [https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-green-e-social-bond/luglio-2023\\_pdf.htm](https://www.borsaitaliana.it/finanza-sostenibile/statistiche/statistiche-green-e-social-bond/luglio-2023_pdf.htm), i quali evidenziano una crescita più che proporzionale delle obbligazioni “*green*” tra il 2022 ed il 2023 rispetto a quella delle forme di investimento cd. *social* e *sustainable*. Va osservato, poi, che alla fine del 2021 l'Italia ricopriva il quarto posto tra i Paesi dell'UE per quantità di prestiti ed obbligazioni *green* erogati, dopo Francia, Germania e Gran Bretagna, e prima di Spagna, Olanda e Svezia. In particolare, l'emissione di *green bond* da parte di enti italiani alla fine del 2021 ha raggiunto un valore complessivo pari a circa 70 miliardi di euro: più della metà di essi è riconducibile alle imprese, mentre il 25% è riconducibile a banche e assicurazioni, il 24% invece allo Stato. Cfr. i dati riportati all'interno del Rapporto CERVED sopra menzionato, in particolare a pag. 16 s., richiamati anche al link <https://www.repubblica.it/dossier/economia/top->

titoli verdi ricoprono una larga percentuale del pacchetto finanziario varato con il *Recovery Fund* destinato a finanziare la ripresa economica post-pandemica<sup>25</sup>.

A ben vedere, dopo l'emissione del primo *bond* definito *green* da parte della Banca Europea per gli Investimenti (BEI)<sup>26</sup>, nel 2007, il mercato dei *green bond* sembra aver conosciuto una costante espansione con l'ingresso, almeno a partire dal 2013, di emittenti privati - come banche, fondi pensione e società commerciali - indotti ad emettere detti titoli anche in ragione di specifici vincoli ed indicazioni statutarie<sup>27</sup>.

Si è dunque in presenza di una particolare categoria di strumenti giuridici privatistici destinati, in ragione della propria fisionomia, ad

---

[story/2022/11/24/news/green\\_bond\\_un\\_mercato\\_in\\_ascesa\\_dopo\\_leuropa\\_la\\_spinta\\_della\\_cina-376021750/](https://www.espressonline.com/it/story/2022/11/24/news/green_bond_un_mercato_in_ascesa_dopo_leuropa_la_spinta_della_cina-376021750/).

Alla luce dei dati incoraggianti registrati, la *Cerved Rating Agency* aveva valutato che il mercato per le PMI, nel 2022, avrebbe avuto un valore, in via prospettica, di 7,5 miliardi di euro, con 794 potenziali nuovi emittenti *green*. Un'analisi sulle dichiarazioni non finanziarie di un campione di 150 aziende italiane quotate nei mercati regolamentati evidenziava una crescente integrazione delle pratiche di sostenibilità nelle strategie aziendali, dal 40% al 54%. Cfr. il *Rapporto Italia Sostenibile 2022* di Cerved, reperibile al sito [www.cerved.com](http://www.cerved.com), 17.

In dottr., cfr. D. LIBERATI – G. MARINELLI, *op. cit.*, i quali evidenziano che all'aumento dell'offerta globale di obbligazioni ESG ha fatto riscontro una significativa crescita del loro *peso* nei portafogli dei residenti italiani. La quantità di strumenti ESG presenti nei portafogli di questi ultimi, infatti, che sarebbero stati trascurabili 5 anni fa, sono aumentati costantemente fino a raggiungere un valore complessivo pari ad euro 16,6 miliardi nel 2019 e ben 37,4 miliardi di euro alla fine del primo trimestre 2021. Cfr. in tal senso 13. In dottrina straniera, cfr. C. HARRISON, L. JONES, Z. WETMANSKA, *Issuing a Green Bond: a Practical Perspective*, in D. RAMOS MUÑOZ, A. SMOLEŃSKA (a cura di) *Greening the Bond Market A European Perspective*, Palgrave Macmillan, 2023, 79 ss., i quali evidenziano i vantaggi connessi, sul piano economico, all'emissione di *green bond*.

<sup>25</sup> Cfr. [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/eu-borrower-investor-relations/nextgenerationeu-green-bonds_en).

<sup>26</sup> Ci si riferisce al cd. "*Climate Awareness Bond*", che fu creato per finanziare "*renewable energy and energy efficiency projects*". Cfr. C. FLAMMER, *Green Bonds: Effectiveness and Implications for Public Policy*, 1, in *Env. And Energy Policy & Econ* 95, 95 (2020). Nel 2008, un'altra istituzione ha emesso *green bond*: la Banca mondiale. In arg. cfr. S. PARK, *Investors as Regulators: Green Bonds and the Governance Challenges of the Sustainable Finance Revolution*, in *Stanford Journal of International Law*, 2018, 1, vol. 54.

<sup>27</sup> In tal senso, in dottr. cfr. A. LAS CASAS, *op. cit.*, 138.



orientare il mercato verso la produzione di benefici ambientali, coerentemente con la funzione di tutela dell'ambiente che esso assegna alle imprese. Attraverso il *medium* del contratto, infatti, essi realizzano un meccanismo di allineamento degli interessi delle parti, il quale “*aspira a trasformare i benefici ambientali in vantaggi privati, sia per l'investitore che per l'emittente, e a fornire ad entrambi adeguati incentivi per perseguire obiettivi di miglioramento ambientale*”<sup>28</sup>. Tali ultime considerazioni inducono a riflettere sulla portata al presente assunta dalla sostenibilità nella identificazione degli interessi in concreto perseguiti dai contraenti in sede negoziale; ne consegue l'esigenza di rivalutare il ruolo ricoperto dal mercato *in subiecta materia* nel senso di riconoscere ad esso una funzione regolativa<sup>29</sup>, complementare a quella delineata dai soggetti privati.

### 3. Segue. ... e nell'ordinamento italiano

Sotto il profilo operativo, occorre chiarire che i *green bond* sono funzionali al conseguimento di uno specifico *scopo sostenibile*, *i.e.* la raccolta, tra gli investitori, di risorse finanziarie destinate alla realizzazione di progetti che generino benefici ambientali<sup>30</sup>. Trattasi, pertanto, di contratti di finanziamento di scopo, nei quali rileva l'esistenza di una apposita “clausola di utilizzo dei proventi” (cd. *use-of-proceed clause*), in applicazione della quale l'emittente è tenuta a separare le risorse raccolte per conseguire l'obiettivo *green* programmato da quelle destinate ad altre attività<sup>31</sup>.

Tra le specifiche finalità perseguite da tali strumenti vanno annoverati i programmi di riqualificazione di beni o processi produttivi - come la riconversione o la ristrutturazione di sistemi di produzione di energia - e i progetti imprenditoriali che rispettino *standard* ambientali

---

<sup>28</sup> *Ibidem.*

<sup>29</sup> *Ibidem.*

<sup>30</sup> Sul punto, sia consentito un rinvio a C. MARASCO, *Il mercato dei green bond alla prova della disciplina europea*, in *Riv. Trim. Dir. Ec.*, 2022, suppl. al n. 4, 334.

<sup>31</sup> Cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 4. L'A. precisa, poi, che tale clausola assumerebbe valore vincolante per l'emittente, salvo patto contrario; sicché, in assenza del conseguimento dell'obiettivo *green* prestabilito, quest'ultima violerebbe l'obbligazione assunta nei confronti degli investitori, con ogni conseguenza sotto il profilo della responsabilità contrattuale.

- come la costruzione di edifici a ridotto impatto energetico rivolti al mercato. Trattasi di un elenco, non esaustivo, di progetti aventi un impatto positivo sull'ambiente, previsti dalla *Institutional Capital Markets Association (ICMA)*<sup>32</sup>.

Coerentemente con le istanze sopra indicate, è stato predisposto, in sede tecnica, un meccanismo in grado di accomunare interessi che, per propria natura, sul piano contrattuale sarebbero contrapposti. Il beneficio ambientale assurge, per tale via, a criterio guida per definire la politica di remunerazione dell'investitore e dell'emittente, in termini tali da assicurare la finalità di tutela ambientale anche a discapito del proprio guadagno<sup>33</sup>. In altri termini, in siffatta ipotesi, mentre l'emittente sostiene costi maggiori rispetto a quelli collegati ad operazioni *not-green*, l'investitore ottiene un tasso di interesse inferiore a quello previsto acquisendo *asset cd. brown*<sup>34</sup>.

---

<sup>32</sup> Cfr. *Int'l Capital Mkt. Ass'n, Green Bond Principles. Voluntary Process Guidelines for issuing Green Bonds (2021)*, disponibile al link: <https://www.icmagroup.org/assets/documents/Sustainable-finance/2021-updates/Green-Bond-Principles-June-2021-140621.pdf>.

<sup>33</sup> Sul punto, è interessante notare come l'indagine condotta da IBM, *Meet the 2020 consumers driving change. Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, 2020, disponibile al link <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, dimostri che i consumatori sono disposti a modificare le proprie scelte di investimento al fine di ridurre l'impatto ambientale.

In dottrina, è stato rilevato come il ricorso ai *green bond* possa aumentare la credibilità di un'azienda che intenda approfondire i propri sforzi nell'attività sostenibile e contribuire a realizzare molteplici progetti *green*, grazie a rendimenti "più bassi" di quelli conseguiti mediante investimenti "*not green*". Cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 7.

<sup>34</sup> In alcune indagini empiriche basate sul confronto tra *green bond* e *corporate traditional bond* si è inteso verificare quale delle due categorie fosse più performante e più liquida nel mercato. A parità di durata (5 anni), di *rating* (singola A), di ammontare di *aum (asset under management)* totale del portafoglio, pari a 8 milioni di euro, di cui 1 milione per ogni *rating class* e di tipologia di *bond* (36) per ogni tipo di portafoglio costruito, è stato dimostrato che, in termini di performance, lo *yield* medio totale del portafoglio *green* (0,155) risulta inferiore a quello tradizionale (0,301), confermando la disponibilità da parte del mercato di pagare un prezzo più alto per questi titoli a parità di fattori di rischio. Con riferimento alla liquidità, invece, i *bond* tradizionali risultano essere leggermente più liquidi rispetto ai *green*; in particolare, in una scala tra 0 e 100, lo *Lqa score* del portafoglio *green* è risultato pari a 82,7 e quello del portafoglio *traditional* a 84,2, nonostante lo scarto molto contenuto e la liquidità dei due portafogli molto vicina. Cfr. in tal senso i risultati della ricerca

Nel contesto nazionale, i *green bond* assumono la configurazione di strumenti finanziari ai sensi dell'art. 1 comma 1 *bis* lett. b) del D.lgs. 58/1998 (TUF), sicché essi non risultano strutturalmente dissimili dalle obbligazioni tradizionali<sup>35</sup>, dalle quali tuttavia si distinguono per l'obiettivo di finanziamento che vi è collegato.

Sotto tale profilo, sembra che i *green bond* costituiscano l'emblema di un nuovo modello di *business*, che potremmo definire di "stampo etico", nel quale "la solidarietà e l'uguaglianza identificano i valori cui ancorare le regole della produzione"<sup>36</sup>. È evidente, dunque, che la scelta degli investimenti da finanziare debba ormai presupporre una selezione a monte dei settori e delle imprese cui le risorse vanno rivolte; selezione che deve essere orientata alla minimizzazione dell'impatto ambientale che i progetti proposti dalle emittenti sarebbero capaci di generare.

A tal fine, l'emittente adotta, nella prassi, una cd. etichetta *green*, che ne rappresenta l'impegno ad utilizzare la raccolta dell'emissione in progetti specifici, i quali siano in grado di garantire ricadute positive sull'ambiente. Tali etichette di sostenibilità sono elaborate da organizzazioni terze, per fornire maggiore trasparenza all'operazione in discorso ed evitare pericolosi fenomeni di cd. *greenwashing*<sup>37</sup>. Tra tali

---

pubblicati al link <https://www.wallstreetitalia.com/obbligazioni-tradizionali-e-green-bond-un-confronto/>.

<sup>35</sup> Ci si riferisce, appunto, a quanto previsto all'art. 1, co. 1 *bis*, lett. b), D. Lgs. n. 58/1998, secondo cui le «obbligazioni» e gli «altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli» sono qualificabili come «valori mobiliari» (e cioè come «valori che possono essere negoziati nel mercato dei capitali»). Da questa espressione legislativa, la dottrina ha desunto che le «obbligazioni» sarebbero un *genus* della categoria «titoli di debito», alla quale, quindi, apparterebbero anche i titoli di debito delle società a responsabilità limitata. Entrambe le tipologie di titolo, inoltre, sarebbero la rappresentazione di una frazione standardizzata del credito alla restituzione di un finanziamento ricevuto dalla società emittente; in altri termini, sarebbero titoli la cui emissione avviene *credendi causa*. Cfr. A. BUSANI, *Titoli di debito di S.r.l.: il bilancio dei primi dieci anni*, in *Le Società*, 2013, 12, 1318.

<sup>36</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza.*, cit., 171.

<sup>37</sup> Pratica ingannevole, usata come strategia di *marketing* da alcune aziende per dimostrare un finto impegno nei confronti dell'ambiente con l'obiettivo di catturare l'attenzione dei consumatori attenti alla sostenibilità. La prima formulazione della nozione può ricondursi a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88.

organizzazioni, assume significativo rilievo la citata ICMA, alla quale la Commissione UE ha dato incarico di uniformare la tassonomia degli investimenti sostenibili per determinare la *greeness* dei titoli.

Lo *standard* più noto a livello globale che la ICMA ha realizzato a tal fine è quello dei *green bond principles* (GBP) i quali sono stati elaborati, sin dal 2014, attraverso strumenti di *soft law* che non prevedono significativi meccanismi di *enforcement*<sup>38</sup>. I principi GBP sono, infatti, una raccolta di linee guida, applicabili su base volontaria, che definiscono, periodicamente, le *best practices* per l'emissione di obbligazioni verdi. Il loro scopo è quello di promuovere la trasparenza e l'accuratezza delle informazioni che le emittenti devono fornire agli investitori in modo da garantire l'integrità del mercato<sup>39</sup>.

Tuttavia, le istituzioni europee hanno recentemente approvato un regolamento per l'uso volontario del marchio "*green bond*", che in detto contesto costituisce il primo esperimento di carattere normativo<sup>40</sup>. Si ha

---

Per un'analisi critica in ordine all'efficacia delle politiche di contrasto al *greenwashing* nel quadro normativo europeo, cfr. A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2022, 3, 513 ss.

<sup>38</sup> Di contro, Paesi come la Cina hanno affidato a regole pubblicistiche l'elaborazione delle linee guida in materia di *green bond*, enucleando criteri di riferimento che, tuttavia, potrebbero essere considerati piuttosto generici. Cfr., a titolo esemplificativo, le Linee Guida emesse dalla Banca centrale cinese nel 2015 (*People's Bank of China Announcement (2015) N. 39*).

<sup>39</sup> Un *green bond* può dirsi conforme ai principi GBP se vengono soddisfatte tutte le condizioni indicate nelle Linee Guida, avuto riguardo ai progetti verdi selezionati, approvati e descritti nel prospetto che accompagna l'obbligazione. In particolare, l'emittente dovrebbe comunicare agli investitori gli obiettivi, le informazioni relative all'identificazione e alla gestione dei rischi (anche ambientali e sociali) collegati ai progetti di cui trattasi, nonché alle politiche ambientali adottate. Inoltre, l'emittente dovrebbe gestire il fondo destinato al progetto verde in maniera separata rispetto a quello ordinario e redigere periodicamente un fascicolo informativo aggiornato sull'utilizzo dei proventi dei *green bond*, da mettere a disposizione degli investitori.

<sup>40</sup> Ci si riferisce al *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sulle obbligazioni verdi europee e sull'informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come obbligazioni ecosostenibili e per le obbligazioni legate alla sostenibilità*, adottato il 23 ottobre 2023, che sarà firmato entro i venti giorni successivi ed entrerà in vigore 12 mesi dopo la pubblicazione. Cfr. il Comunicato Stampa del Consiglio UE del 24 ottobre 2023, disponibile al link:

riguardo all'elaborazione di una *norma EU Green Bond Standard* (EuGBS), concepita come uno *standard* di riferimento, analogamente volontario, per permettere alle emittenti, pubbliche e private, di ottenere la certificazione di “*European green bonds*” o “*EuGB*” opportuna a commercializzare i titoli verdi sul mercato.

Invero, la norma in parola si ispira ampiamente ai principi GBP dell'ICMA, dai quali tuttavia si differenzia per l'approccio adottato; mentre i GBP, infatti, sono dedicati al processo di emissione, la norma EuGBS si concentra sui progetti di investimento; essa, peraltro, presenta tra i propri obiettivi principali, la mitigazione del rischio di *greenwashing* collegato agli strumenti di finanziamento, attraverso specifiche richieste di allineamento e obblighi di rendicontazione più stringenti imposti agli emittenti.

Lo sforzo profuso a livello regolamentare, dunque, sembra rivolto ad agevolare la scelta degli investitori verso i progetti che si presentino come *meritevoli*, migliorare la qualità degli strumenti di investimento e rafforzare i requisiti di trasparenza e di revisione esterna da parte di un revisore o di una *third party*.

#### 4. *I limiti interni al mercato dei green bond*

Alla luce di quanto si è detto, appare chiaro che il regolatore europeo abbia definito specifiche strategie di promozione dei *green bond*; c'è da chiedersi, allora, se alcune delle regole di accesso al mercato dei capitali presenti all'interno del nostro ordinamento possano costituire un ostacolo al successo di tali forme di finanziamento e, in particolare, se esse impediscano il libero ricorso al relativo mercato da parte delle piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata. Tale indagine appare ancora più urgente tenuto conto della circostanza che le PMI-S.r.l. rappresentano la tipologia societaria di gran lunga più diffusa nel mercato nazionale<sup>41</sup>.

---

<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/10/24/european-green-bonds-council-adopts-new-regulation-to-promote-sustainable-finance/>.

<sup>41</sup> In tal senso, cfr. i dati contenuti nel Report di Banca d'Italia dal titolo “*Assetti proprietari e di governance delle imprese italiane: nuove evidenze e effetti sulla performance delle imprese*”, pubblicato ad ottobre 2019 sul sito [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it). Dall'analisi emerge che l'incremento di imprese a partire dal 2016 riguarda in particolare le società di capitali e in special modo le S.r.l.; cfr. in particolare p. 10.

Occorre ricordare che, invero, la riforma di diritto societario del 2003 ha esteso alle S.r.l. la possibilità di ricorrere al debito di mercato, così come era già previsto per le S.p.A. ai sensi degli artt. 2410 ss. c.c. Tuttavia, l'art. 2483 c.c., nella formulazione tuttora vigente, impone alle stesse, in caso di emissione di titoli di debito, l'osservanza di specifici obblighi; ciò con l'obiettivo di contemperare le esigenze di liquidità di tali imprese con gli interessi di tutela del risparmio diffuso.

Assume rilievo sul punto la circostanza che, com'è noto, il legislatore nazionale, nell'originaria impostazione del codice civile, aveva adottato una precisa scelta tipologica, in attuazione della quale il quadro disciplinare di riferimento è stato tradizionalmente orientato al maggior incentivo dell'attività di mercato da parte del modello azionario. Quest'ultimo, infatti, veniva considerato tipicamente "aperto" rispetto al modello a responsabilità limitata che, per converso, è stato concepito per rappresentare gli interessi di imprese di piccole dimensioni e con struttura "chiusa", per lo più a composizione familiare<sup>42</sup>.

Ebbene, l'impianto codicistico così elaborato appare ormai non più corrispondente all'attuale conformazione del mercato, il quale risulta imperniato sull'attività delle PMI-S.r.l. Di tal che, con riferimento all'emissione dei titoli di debito, si pone, in primo luogo, la problematica, già sollevata in dottrina<sup>43</sup>, della riserva di sottoscrizione in favore degli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale<sup>44</sup> di cui al primo periodo del secondo comma dell'art. 2483 c.c., in virtù della quale l'investitore professionale non vigilato e l'investitore *retail* possono acquistare titoli di debito emessi da una S.r.l. esclusivamente nel mercato secondario<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Per un approfondimento in argomento, cfr. P. MESSINA, *Minibond e Capital Markets Union*, cit., 35 ss.

<sup>43</sup> Cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi*, *Riv. Dir. Soc.* 2021, 1, 208 ss.

<sup>44</sup> In assenza di una specifica definizione normativa, i soggetti qualificati *ex art.* 2483 c.c. potrebbero essere le banche, le S.I.M., le SGR, le Sicav, le compagnie di assicurazione e le società iscritte nell'elenco di cui all'art. 107 del TUB, cioè quelli che, secondo il Reg. Consob, sono sottoposti ad un controllo sulla consistenza e sulla stabilità patrimoniale.

<sup>45</sup> La disposizione stabilisce testualmente che: "*I titoli emessi ai sensi del precedente comma possono essere sottoscritti soltanto da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali*".

Si comprende la gravosità di una simile operazione per un potenziale emittente, avuto riguardo alla difficoltà, sul piano delle concretezze, di individuare soggetti vigilati disposti ad acquistare i titoli per collocarli a terzi. Ciò posto, l'affare risulta ancor meno *appetibile* per il medesimo soggetto, se si considera l'onerosità delle operazioni che hanno ad oggetto titoli *green*, i quali richiedono la predisposizione di specifiche strategie preventive<sup>46</sup> e l'obbligo di verificare il raggiungimento degli obiettivi sostenibili programmati.

Sotto altro profilo, va altresì osservato che il soggetto vigilato è tenuto per legge ad acquistare i titoli ancorché esso intenda soltanto collocarli sul mercato. Il sottoscrittore, in tale circostanza, acquisterebbe soltanto per rivendere, con l'ovvia conseguenza di dover sostenere ulteriori eventuali spese di carattere fiscale, ciò a prescindere dalla difficoltà di ricondurre l'operazione di cui trattasi nei tradizionali canoni interpretativi tipici della contrattualistica in materia, nonché di identificare il profilo causale della fattispecie negoziale posta in essere<sup>47</sup>.

È emerso, in secondo luogo, il problema posto dal secondo periodo del secondo comma della citata disposizione<sup>48</sup>, di individuare in concreto il soggetto su cui dovrebbe ricadere la responsabilità per l'eventuale insolvenza dell'emittente, in caso di acquisto dei titoli da parte di un soggetto *retail*, tenuto conto dei dubbi interpretativi sollevati sul punto dalla dottrina. Infatti, a fronte di quanti ritengono che essa ricada *sic et simpliciter* sul primo sottoscrittore (e, dunque, su un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale)<sup>49</sup>, si riscontra l'opinione di

---

<sup>46</sup> Ci si riferisce, a titolo esemplificativo, all'attività di selezione di prodotti da proporre agli investitori; alla specifica attività di consulenza da prestare al cliente in ordine al concetto di preferenze di sostenibilità alla differenza tra prodotti; alla predisposizione di domande integrative nel testo del questionario MiFID. Cfr., in arg., le Linee Guida dell'ESMA contenute nel documento dal titolo *Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, Final Report, pubblicato il 23 settembre 2022.

<sup>47</sup> In arg. cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *op. cit.*, 221 s.

<sup>48</sup> Il quale testualmente dispone che: “*In caso di successiva circolazione dei titoli di debito, chi li trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali ovvero soci della società medesima*”.

<sup>49</sup> In tal senso, cfr. G. ZANARONE, *Altre società di capitali*, in AA.VV., *Diritto commerciale*, 4<sup>a</sup> ed., Bologna, 2004, 303.

coloro che attribuiscono detto obbligo all'ultimo soggetto cedente (a prescindere dunque dalla circostanza per la quale esso sia vigilato o non)<sup>50</sup>. L'orientamento maggioritario, poi, considera garante della solvenza dell'emittente (non già l'ultimo degli investitori professionali *tout court*, bensì) l'ultimo dei soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale<sup>51</sup>.

Tale ultima tesi, invero, ci appare in linea con l'obiettivo avuto di mira dal legislatore di fornire una tutela adeguata alle ragioni dei risparmiatori senza con ciò sacrificare le esigenze del mercato.

Da ultimo, si pone l'ulteriore problema derivante da una rigida applicazione della normativa in parola per l'ipotesi in cui il regolamento di emissione dei titoli ne riservi la circolazione ai soli investitori professionali. Infatti, nonostante in questa ipotesi non ricorra la finalità di tutela del risparmio diffuso, detti titoli dovranno essere comunque sottoscritti da investitori vigilati nel rispetto della disposizione citata. Va da sé che siffatta condizione costituisca un ostacolo al pieno sviluppo del mercato obbligazionario e, nello specifico, dei *green bond*.

Ne consegue che le PMI-S.r.l. riscontrano difficoltà nell'ottenimento liquidità necessaria allo svolgimento della propria attività produttiva; ciò, peraltro, si ripercuote inevitabilmente sul conseguimento degli obiettivi di sostenibilità a vantaggio della collettività, che sono collegati al finanziamento richiesto al mercato.

Emerge, dunque, l'inadeguatezza del quadro normativo nazionale di riferimento che, non facilitando l'accesso al mercato del credito da parte del modello societario a responsabilità limitata, arreca evidenti svantaggi per la crescita delle PMI, le quali costituiscono invece "l'ossatura" dell'economia nazionale.

---

<sup>50</sup> Cfr., tra gli altri, B. LIBONATI, *Diritto commerciale*, Milano, 2005, 464; F. TASSINARI, *Il finanziamento della società mediante mezzi diversi*, in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano 2007, pag. 139 ss.; M. STELLA RICHTER, *I titoli di debito delle società a responsabilità limitata*, Consiglio Nazionale del Notariato – Studio n. 5762/I, in *Studi e Materiali CNN*, 2/2005, pag. 1185 ss. Quest'ultimo, in particolare, sostiene che il soggetto professionale (ancorché non qualificato), per essere responsabile dell'eventuale insolvenza dell'emittente deve essere dotato di adeguata patrimonializzazione.

<sup>51</sup> Cfr. D. ROSSANO – P. MESSINA, *op. cit.*, 218 s.; Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 5957/I, *Titoli di debito: regime di responsabilità e limiti nella circolazione*, approvato dalla Commissione studi d'impresa il 12 novembre 2005.



Detti limiti appaiono ancora più evidenti con riguardo alla diffusione degli investimenti cd. *tematici*, i quali richiedono particolare velocità dei traffici.

A ben vedere, il tema sconta l'impostazione per cui la regolamentazione interna è stata pensata per un concetto di finanza tradizionale, basata sulla concessione di credito bancario, sicché essa non appare più coerente con le rinnovate istanze di provenienza europea, tese a valorizzare lo sviluppo del mercato della finanza *alternativa* di tipo sostenibile.

## 5. Conclusioni

La necessità di adeguare l'obsoleto quadro normativo interno alle istanze di provenienza europea ha indotto il Senato ad approvare, di recente, un disegno di legge presentato dal Ministro dell'economia e delle finanze, avente ad oggetto specifici interventi a sostegno della competitività dei capitali<sup>52</sup>.

Il progetto in discorso nasce dall'iniziativa conoscitiva che, su suggerimento dell'OCSE, il Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) ha avviato nel 2021 sottolineando, poi, in un Libro Verde pubblicato nel 2022, la necessità di riconsiderare quelle norme che *“conducono a vincoli più stringenti e costi maggiori rispetto a quanto richiesto dal diritto europeo armonizzato e non risultano sostenute da adeguata motivazione, rappresentando delle eccezioni nel confronto europeo”*<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Ci si riferisce al Disegno di Legge n. 674/2023, presentato nel mese di aprile 2023 alla Presidenza del Consiglio, collegato alla Legge di Bilancio per l'anno 2022, dal titolo *“Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti”*. Gli ambiti di intervento di tale D.D.L. sono stati delineati dall'OCSE nel gennaio del 2020 in un processo sostanziatosi nel Report dell'OECD dal titolo *“Capital Markets Union for Italy 2020: Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers (OECD Capital Market Series)”*, commissionato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2020.

<sup>53</sup> Ci si riferisce al Libro Verde del 2022 dal titolo *“La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita”* pubblicato dal MEF e consultabile al sito [www.assonime.it](http://www.assonime.it), p. 23.

Con specifico riferimento alla problematica di cui trattasi, l'art. 7 co. 1 lett. b) del disegno di legge menzionato<sup>54</sup>, introduce il comma 2-*bis* all'art. 2483 c.c., in forza del quale le *limitazioni* previste dal precedente comma 2 non troverebbero applicazione “*ai titoli destinati ad essere acquistati esclusivamente da investitori professionali ai sensi delle legge speciali qualora tale previsione risulti tra le condizioni dell'emissione di cui al quarto comma, senza facoltà di modifica*”<sup>55</sup>.

Ne deriva che, qualora tale proposta legislativa fosse accolta, in presenza di un regolamento di emissione che consenta espressamente la circolazione dei titoli solo tra investitori professionali ai sensi delle leggi speciali (non necessariamente, quindi, sottoposti a vigilanza prudenziale), non opererebbe la riserva di sottoscrizione nel mercato primario da parte del soggetto vigilato.

È evidente che tale disposizione si colloca perfettamente nel più ampio progetto volto a favorire il ricorso all'indebitamento di mercato per le PMI; non è un caso, infatti, che detta proposta sia intervenuta in seguito alle diffuse tendenze volte ad incoraggiare il ricorso sistematico alle molteplici forme di finanza *sostenibile*<sup>56</sup>. A ben considerare, la proposta sopra menzionata potrebbe rendere l'operazione di emissione di titoli da parte delle PMI-S.r.l. più *appetibile* sia sul mercato primario che su quello secondario, tenuto conto che gli investitori professionali (anche non vigilati) avrebbero la facoltà di acquistare i titoli in commento *direttamente*, con evidente riduzione dei costi dell'operazione.

---

<sup>54</sup> Nella versione del testo da ultimo approvata dal Senato il 24 ottobre 2023.

<sup>55</sup> L'art. 7 co. 1 lett. a) del DDL in discorso invece è destinato a modificare la disciplina in materia di obbligazioni delle S.p.A. In particolare, esso prevede che le società per azioni non quotate in mercati regolamentati i) potranno emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato quando la sottoscrizione e la successiva circolazione è riservata unicamente esclusivamente ad investitori professionali; ii) non saranno soggetta all'obbligo di interposizione, con finalità di garantire la solvenza, da parte di un investitore professionale sottoposto a vigilanza prudenziale.

<sup>56</sup> In arg. cfr. S. GILOTTA, *op. cit.*, 5, il quale sottolinea che la crescita del mercato dei *green bond* deriva da molteplici fattori, sia dal lato della domanda che da quello dell'offerta. In particolare, ad una maggiore attenzione che, rispetto al passato, le imprese sono tenute a prestare nei propri *comportamenti*, fa riscontro una evoluzione delle preferenze degli investitori, soprattutto di quelli più giovani.

Ciò detto, a nostro avviso, la proposta di modifica legislativa, per quanto apprezzabile, non risolve alcune criticità già riscontrate in materia. Essa, ad esempio non ha sciolto i dubbi interpretativi, cui si è fatto cenno in precedenza, che sono sorti con riguardo all'identificazione del soggetto tenuto a prestare la garanzia di legge in favore degli investitori *retail* in caso di insolvenza dell'emittente. Sul punto, occorre tuttavia evidenziare che, nel Dossier pubblicato congiuntamente dal Senato e dalla Camera il 30 maggio 2023<sup>57</sup>, v'è un chiaro riferimento alla questione suesposta, la quale sembra essere affrontata mediante la piena adesione all'interpretazione dottrinale maggioritaria di cui si è dato conto in precedenza. Va da sé che, sul punto, ci si aspetterebbe ancora un esplicito chiarimento da parte del legislatore attraverso una apposita integrazione della disposizione codicistica di cui trattasi.

Per converso, in considerazione della peculiare connotazione del mercato nazionale, imperniato, come si è detto, sull'attività di imprese locali o di ridotte dimensioni costituite in forma di S.r.l., apparirebbe opportuno incoraggiare il ricorso sistematico a forme di eterofinanziamento mediante l'acquisizione di capitale di debito anche da parte dei risparmiatori e a tal fine sarebbe quindi opportuno che venisse espressamente individuato il soggetto tenuto, in concreto, a sollevare questi ultimi dall'eventuale insolvenza dell'emittente.

Da ultimo, la proposta di legge in commento rivela un'ulteriore problematica applicativa, relativa all'individuazione del responsabile dell'insolvenza dell'emittente per il caso in cui il titolo di debito venga acquistato da investitori *retail* in spregio del regolamento di emissione.

In mancanza di una espressa regolamentazione della fattispecie sul piano negoziale, si ritiene che nei confronti dei terzi in buona fede risponda l'investitore professionale che abbia agito in violazione della disciplina contrattuale. Avvalora tale conclusione la circostanza che, nel corso dei lavori parlamentari<sup>58</sup>, è stato aggiunto un inciso alla disposizione in commento, che pone in risalto, in detto contesto,

---

<sup>57</sup> Ci si riferisce al Dossier A.S. 674, dal titolo "*Interventi a sostegno della competitività dei capitali*", pubblicato dal Senato il 30 maggio 2023 sul sito [www.senato.it](http://www.senato.it), 34.

<sup>58</sup> Cfr. il testo di riforma della disposizione di cui all'art. 2483 secondo comma c.c. approvato dal Senato il 24 ottobre 2023 al link: <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/DF/428620.pdf>.

l'elemento negoziale; donde l'importanza assunta dal regolamento contrattuale *in subiecta materia* nell'identificazione degli strumenti idonei a prevenire eventuali controversie che potrebbero insorgere tra le parti.

## **Gli obiettivi “ESG” nella *governance* delle imprese bancarie: *KPI* e doppia materialità (*Impact* e *Financial materiality*)\*\*.**

**SOMMARIO:** 1. Inquadramento normativo. – 2. L’oggetto dell’indagine. – 3. Il reporting di sostenibilità: la doppia materialità. – 3.1. ... (Segue) I soggetti coinvolti. – 4. *Key Performance Indicator (KPI)*. – 5. Le “funzioni” ESG nella *governance* delle imprese bancarie. – 5.1. Il sistema di controllo interno. – 5.2. ... (Segue) I comitati “ESG”. – 5.3. L’*engagement* degli *stakeholders*: ascolto o dialogo. – 5.4. ... L’*observer*. – 6. Prime conclusioni e spunti di riflessione.

### *1. Inquadramento normativo.*

Il *paper* prende le mosse dal ruolo che ha assunto (o che si presume assumerà) l’impresa finanziaria e, in particolare, quella bancaria, nella transizione verso un sistema economico sostenibile, in grado di coniugare il perseguimento del profitto con l’adeguata considerazione di altri obiettivi (*apparentemente* in conflitto con la mera massimizzazione del lucro<sup>1</sup>) volti ad attenuare gli impatti negativi

---

\*\* Lo studio pubblicato è stato finanziato dall’Unione Europea - NextGenerationEU, nell’ambito del progetto GRINS - Growing Resilient, INclusive and Sustainable ( GRINS PE00000018 – CUP F53C22000760007). I punti di vista e le opinioni espresse sono esclusivamente quelle dell’autore e non riflettono necessariamente quelle dell’Unione Europea, né può l’Unione Europea essere ritenuta responsabile per esse.

Lo studio è stato presentato in una prima versione come *paper* al Convegno organizzato da “ADDE” (l’Associazione docenti diritto economia): “Il mercato del valore: prospettive di diritto dell’economia”, tenutosi a Trento, 23 giugno 2023; è stato successivamente aggiornato nella versione qui proposta, anche grazie ai suggerimenti dei *discussants*.

<sup>1</sup> Cfr. l’icastica ricostruzione di F D’ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 456-457, nt. 66: «colgo l’occasione per toccare, sia pure ancora una volta assai rapidamente, un altro dei maggiori “tormentoni” della materia (se non addirittura, come pensano alcuni, il suo cuore medesimo). Si tratta di questione che non riguarda peraltro il superamento dello scopo lucrativo, ma si pone all’interno di questo, ove si postula la distinzione tra perseguimento dell’utile a breve o a lungo termine e si assume una diffusa propensione nel primo senso, che però è considerata negativa e bisognosa di essere corretta con adozione della prospettiva opposta. In altri termini: non si vorrebbe qui l’abbandono dello shareholder model a favore dello

dell'agire imprenditoriale sui diritti umani e sull'ambiente: i c.d. obiettivi “*Environmental, Social and Governance*”, racchiusi nel noto acronimo “ESG”<sup>2</sup>.

Sotto questo profilo, alle imprese bancarie è stato (forse inevitabilmente) attribuito il ruolo di propulsori della sostenibilità almeno per un duplice motivo: (i) in qualità di “grandi” imprese, che, come tali, *generano e subiscono* i maggiori impatti di natura sociale ed ambientale e, allo stesso tempo, sono in grado di influenzare tutte le

---

stakeholder model, ma incoraggiare all'interno del primo comportamenti da formica virtuosa piuttosto che da imprevedente cicala. Posto pure che sia così, confesso la mia difficoltà a capire, e pertanto anche il mio scetticismo ... Si afferma comunemente che i mercati finanziari formano i prezzi dei titoli sulla base dei flussi monetari che da essi possono derivare in futuro, calcolati sulla base di previsioni che incorporano tutte le informazioni disponibili e scontati poi per ricondurli al loro valore attuale. Se così è, la contrapposizione tra breve e lungo termine (nel quale, come non ha mancato di ricordare qualcuno, citando Keynes, saremo peraltro tutti morti) appare artificiosa. Agli amministratori si richiede di massimizzare il valore delle azioni, e questo può essere fatto sia puntando sul breve termine, sia sul lungo, a seconda di quale delle due prospettive appaia più promettente. Buone opportunità prossime potranno essere trascurate solo se eccellenti prospettive più remote appaiano più convenienti, nonostante gli abbattimenti dovuti allo sconto». Con riferimento al tradizionale, ma rianimato, «problema dell'orizzonte temporale entro cui considerare l'interesse sociale», cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Long termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 18 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss., nonché il lavoro monografico di E. BARCELONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al «profitto»*, Milano, 2022.

<sup>2</sup> Cfr. E. POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, consultabile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4219857](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4219857). Circa il significato di sostenibilità, è inevitabile il richiamo alla definizione di «successo sostenibile» contenuta nel Codice di *Corporate Governance* rivolto alle società con azioni quotate sul “MTA” gestito da Borsa Italiana S.p.A.: «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società». Per una prima analisi sull'applicazione del “nuovo” Codice di *Corporate Governance* (CCG), cfr. il Rapporto Assonime n. 4/2023, disponibile al seguente

*link*:  
[https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%204-2023.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%204-2023.pdf), e, in particolare, per quanto concerne la sostenibilità, 18 ss. V. anche G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2021, 1100 ss.

catene di valore nelle quali sono coinvolte<sup>3</sup>; (ii) per la natura dell'attività prestata, che svolge anche un ruolo sociale<sup>4</sup> e che permette di orientare le scelte di numerosi operatori economici che interagiscono a vario titolo (assumendo il ruolo di *stakeholders*) con l'impresa finanziaria<sup>5</sup>.

La centralità del mondo bancario nell'allineamento agli obiettivi "ESG"<sup>6</sup> è testimoniata dalle significative iniziative di settore, e, in particolare, per quanto interessa la presente ricerca da: (i) i *Principles for responsible banking* dell'ONU, (ii) la *Net-zero banking alliance* (l'alleanza promossa dalle nazioni unite che mobilita le banche di tutto il mondo nell'impegno volto ad allineare il portafoglio crediti e

---

<sup>3</sup> È sufficiente riflettere sulle conseguenze che l'utilizzo di "driver" ESG può avere sull'erogazione del credito e, dunque, sulle imprese che aspirano ad ottenere nuova finanza dal sistema bancario; cfr. R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell'impresa bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 181: «L'EBA, già nel 2020, nelle Linee guida in materia di concessione monitoraggio dei prestiti aveva richiesto l'incorporazione dei fattori ESG e i rischi associati nella propensione al rischio di credito nelle politiche di gestione dei rischi e nelle politiche procedure relative al rischio di credito: nella individuazione delle politiche procedure relative al rischio di credito si richiedeva già un'attenzione alla incorporazione dei fattori ambientali sociali e di governance e dei rischi ad essi associati nella propensione al rischio di credito e nelle politiche di gestione dei rischi, individuando linee di credito sostenibili dal punto di vista ambientale; così come nella valutazione dei beni mobili immobili doveva tenersi conto dei fattori ESG che influenzano il valore della garanzia reale». Cfr. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *AGE*, 2022, 317.

<sup>4</sup> Sul ruolo e la natura dell'attività bancaria, cfr. R. COSTI, *L'ordinamento bancario*, Il Mulino, Bologna, 2012, 39. V. anche G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 48 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 241 ss.; F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2017, 131 ss.

<sup>5</sup> Il Rapporto Assonime 4/2023, cit., evidenzia come «The transition toward sustainability is not homogeneous through sectors, and is faster for companies operating in sectors more exposed to environment risks, with energy and utilities largely outperforming toward other sectors. Also financial companies, who are systemically affected by those risks show a structural higher level of compliance, also due to the existence of sectorial specific regulation on sustainability».

<sup>6</sup> Sulle peculiarità dell'impresa bancaria, cfr. LENER-LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2023, 7 ss.

investimenti all'obiettivo zero emissioni entro il 2050<sup>7</sup>); (iii) gli *standard* emanati a gennaio 2022 dall'EBA sull'informativa in materia di rischi ESG, volti ad incrementare il livello di raggiungimento degli obiettivi posti dal c.d. "Terzo Pilastro" (Pillar3)<sup>8</sup>; (iv) il Regolamento delegato UE 2022/1288 volto a specificare contenuti, metodologie e modalità di rappresentazione delle informazioni di sostenibilità che i partecipanti e i mercati finanziari sono tenuti a pubblicare.

Con riferimento, invece, alle iniziative non dedicate esclusivamente al settore finanziario, pur limitandosi all'essenziale, devono menzionarsi: (i) la Proposta di direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* (CSDD), che mira alla inclusione della sostenibilità nella *corporate governance* e nei processi gestionali delle imprese<sup>9</sup>; (ii) la *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD<sup>10</sup>), entrata in

---

<sup>7</sup> Ancorché l'interesse alla partecipazione alla grande alleanza tra i maggiori gruppi finanziari mondiali pare stia venendo meno, com'è testimoniato dalle recenti defezioni: si veda *IlSole24ore*, 7 aprile 2023, 21.

<sup>8</sup> Cfr. il documento "EBA Roadmap on sustainable finance", dicembre 2022, disponibile all'indirizzo: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Reports/2022/ESG%20roadmap/1045378/EBA%20Roadmap%20on%20Sustainable%20Finance.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Reports/2022/ESG%20roadmap/1045378/EBA%20Roadmap%20on%20Sustainable%20Finance.pdf).

<sup>9</sup> Tra gli altri, cfr. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla «responsabilità sociale» d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; L. ENRIQUES, *The European Parliament Draft Directive on Corporate Due Diligence and Accountability: Stakeholder-Oriented Governance on Steroids*, in *Riv. Soc.*, 2021, 319 ss.; M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su «dovere di diligenza e responsabilità delle imprese»*, in *Riv. Soc.*, 2021, 325 ss.; U. TOMBARI, *La proposta di direttiva sulla corporate due diligence e sulla corporate accountability: prove (incerte) di un "capitalismo sostenibile"*, in *Riv. Soc.*, 2021, 377 ss.; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2022, 372 ss.; G. RACUGNO-D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in *Riv. Soc.*, 2022, 726 ss.

<sup>10</sup> Questi obblighi di *reporting* non sono da confondere con quelli previsti dal Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27.11.2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (c.d. *Sustainable Finance Disclosure Regulation* – SFRD), che introduce regole armonizzate volte a migliorare la comparabilità dei prodotti finanziari "sostenibili". Un ulteriore tema è quello dell'affidabilità delle agenzie di *rating* "ESG", che è preso in considerazione anche dai Principi di *corporate governance* dell'OCSE aggiornati al 2023: cfr. *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments Principles of Corporate Governance*, III.D, 22: «the corporate governance framework should require that entities and professionals that provide analysis or advice relevant to



vigore a gennaio 2023 (pur con un'applicazione graduale a far data da gennaio 2024) la quale ridisegna i confini e i principi delle «informazioni sulla sostenibilità» con l'obiettivo di superare (non solo sotto il profilo terminologico<sup>11</sup>) la precedente disciplina (Direttiva 2013/34/UE, dapprima modificata dalla Direttiva 2014/95/UE, recepita in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) sulla c.d. Dichiarazione Non Finanziaria (DNF)<sup>12</sup>; (iii) i principi europei di sostenibilità curati dall'EFRAG e sottoposti alla Commissione europea: il primo "pacchetto" di dodici *standard* per la rendicontazione di sostenibilità è stato approvato dall'EFRAG a novembre 2022 e adottato a luglio 2023 dalla Commissione europea, in applicazione di quanto stabilito dalla CSRD<sup>13</sup>; (iv) il Regolamento UE 2020/852 (c.d. "Regolamento Tassonomia"), che ha istituito un sistema comune di classificazione

---

decisions by investors, such as proxy advisors, analysts, brokers, ESG rating and data providers, credit rating agencies and index providers, where regulated, disclose and minimise conflicts of interest that might compromise the integrity of their analysis or advice. The methodologies used by ESG rating and data providers, credit rating agencies, index providers and proxy advisors should be transparent and publicly available». In argomento, cfr. M. GARGANTINI-M. SIRI, *Information Intermediaries and Sustainability. ESG ratings and benchmarks in the European Union*, in European Capital Markets Institute, Working Paper no 15, November 2022.

<sup>11</sup> Cfr. l'ottavo considerando della Direttiva: «Molti portatori di interessi ritengono che l'espressione "di carattere non finanziario" sia imprecisa, in particolare perché implica che le informazioni in questione non siano affatto pertinenti sul piano finanziario. Sempre più spesso, tuttavia, tali informazioni sono in realtà pertinenti sul piano finanziario. Molte organizzazioni e iniziative e molti professionisti del settore della rendicontazione di sostenibilità fanno riferimento alle "informazioni sulla sostenibilità". È dunque preferibile utilizzare l'espressione "informazioni sulla sostenibilità" anziché "informazioni di carattere non finanziario"».

<sup>12</sup> Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. Soc.*, 2019, 1030; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 153 ss.; M. RESCIGNO, *Note sulle «regole» dell'impresa «sostenibile»*. *Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *AGE*, 2022, 165 ss.; A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Rivista ODC*, 2022, 497 ss.

<sup>13</sup> I principi di rendicontazione cui, sino ad oggi, sono uniformate le dichiarazioni non finanziarie delle società bancarie sono i c.d. GRI (Global Reporting Initiative standards), elaborati dall'organizzazione non governativa sovranazionale "GRI Foundation".

delle attività economiche ecosostenibili, in base all'allineamento agli obiettivi ambientali dell'Unione Europea.

## 2. L'oggetto dell'indagine.

Tali circostanze hanno avviato un significativo processo di revisione dei modelli di *governance*<sup>14</sup> delle imprese bancarie che, in prospettiva, sono destinati a mutare ulteriormente. In particolare, ad oggi, le attenzioni del mondo bancario e finanziario sono state, però, principalmente concentrate sulla gestione dei rischi "ESG" e, in particolare, tra questi, pressoché esclusivamente su quello climatico<sup>15</sup> (che, a sua volta, è una sottocategoria di quello ambientale). Questa circostanza trova testimonianza, tra gli altri, nelle aspettative di vigilanza in merito all'integrazione dei rischi climatici e ambientali (*Environmental*) nelle strategie aziendali, nei sistemi di governo e controllo, nel *risk management framework* e nella *disclosure* degli intermediari bancari e finanziari vigilati<sup>16</sup>. È stata, invece, trascurata l'altra faccia della medaglia "ESG", che, da un lato, richiede di prendere in considerazione anche le problematiche *Sociali* e i profili di

---

<sup>14</sup> Per una critica all'approccio della c.d. «*integrated corporate governance*, maggiormente inclusiva ... di temi ambientali, sociali, culturali, umani, etc.», v. S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 94.

<sup>15</sup> «Risulta ... evidente che il c.d. *climate and environmental risk* (e non certo i fattori *ESG*) occupa un ruolo preminente negli obiettivi del legislatore e nelle aspettative delle autorità di Vigilanza ed è destinato a segnare profondamente l'organizzazione dei processi dell'attività bancaria, pur nella manifesta difficoltà del sistema nel trovare un inquadramento condivisibile dei rischi climatici e dei conseguenti obiettivi *green* da raggiungere»: LENER-LUCANTONI, *op. cit.*, 20-21. Gli A. concludono con un monito: «Il rischio che la *governance* bancaria non riesca a reggere il peso del *green swan* è di certo altissimo».

<sup>16</sup> Cfr. il recente documento «*Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*» pubblicato da Banca d'Italia, disponibile al link: [https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative\\_di\\_vigilanza\\_BI\\_su\\_ESG.pdf](https://www.bancaditalia.it/focus/finanza-sostenibile/vigilanza-bancaria/Aspettative_di_vigilanza_BI_su_ESG.pdf). Il riquadro 1 del Documento contiene peraltro una completa elencazione sulle iniziative internazionali di regolamentazione e supervisione, alla quale si rinvia. V. anche Banca d'Italia, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, da ultimo aggiornata a marzo 2023, Parte I, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione I, nt. 8, che richiede vengano presi in considerazione anche i rischi "ESG" nell'ambito del "processo di gestione dei rischi".

*Governance*, e, dall’altro, permette di apprezzare le *opportunità* che conseguono al governo del rischio ambientale, tramite l’inclusione nel piano industriale di obiettivi “ESG” che si affiancano, con coerenza e sistematicità, a quelli tradizionali del profitto<sup>17</sup>.

Il presente lavoro intende esaminare – anche alla luce dei dati emergenti da alcune recenti indagini empiriche<sup>18</sup> sulla percezione e il recepimento degli obiettivi “ESG” e sui dati emergenti dai bilanci di sostenibilità – lo stato di attuazione del menzionato processo di revisione dei modelli di *governance* delle imprese bancarie e, in particolare, come queste novità incidano sugli assetti organizzativi, amministrativi e contabili (artt. 2086, 2381 c.c.) e nell’ambito dei

---

<sup>17</sup> L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. Soc.*, 2022, 313: «gli obiettivi ESG si traducono in scelte strategiche di vertice relative alla conduzione della società e della sua impresa: essi altro non sono che la politica della società, le direttive fondamentali e portanti della strategia».

<sup>18</sup> Sono state prese in considerazione principalmente le seguenti ricerche empiriche: (i) MORROW SOLIDALI, *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, gennaio 2023, disponibile all’indirizzo: <https://morrowsoficial.com/uploads/insights/attachments/Banking%20Study%202023%20-%20Final%20web.pdf>; i dati riassuntivi presenti nell’introduzione dello studio sono disponibili anche in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, disponibile al link: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/15/governance-of-sustainability-in-the-largest-global-banks/>. Lo studio prende in considerazione, nell’ambito del campione esaminato, anche due imprese bancarie italiane: Intesa San Paolo S.p.A. (ISP) e Unicredit S.p.A. (UCG); (ii) il Rapporto pubblicato da Assonime n. 4/2023, cit.; (iii) M.L. PASSADOR, *Sull’utilità della ESG disclosure e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca imp. soc.*, 2023.

Circa il posizionamento delle Banche italiane in ambito “ESG”, v. l’indagine di “Il Sole 24 Ore-Statista”, i cui esiti per il 2023 sono editi in *IlSole24ore, inserto Rapporti, Leader della sostenibilità*, 17 maggio 2023, 3: «Intesa [San Paolo S.p.A.] sul fronte Esg è un modello di riferimento per la sostenibilità, come dimostrato dal suo posizionamento nei principali indici e classifiche internazionali: unica banca italiana nei Dow Jones Sustainability Indices World e Europe, nella Climate Change “A List” di Cdp, nonché prima banca in Europa, seconda al mondo e unica in Italia tra le 100 società quotate più sostenibili nella classifica Global 100 Most Sustainable Corporations in the World 2023 pubblicata da Corporate Knights; nel 2022 si è inoltre confermata miglior banca europea per le relazioni con gli analisti finanziari e gli investitori istituzionali per gli aspetti Esg. Ancora è l’unica banca italiana nella classifica mondiale Esg Reporting Awards 2022, nella categoria dedicata ai reporting di sostenibilità del settore financial».

rapporti fiduciari e della dialettica tra soci e organo gestorio. L'indagine sarà svolta dai seguenti angoli visuali (i) quello del ruolo e dell'influenza nei processi decisionali che assumono gli obblighi di *reporting* imposti dalla normativa europea, soprattutto alla luce dell'entrata in vigore della CSRD, (ii) e quello del necessario adeguamento agli obiettivi "ESG" dei *Key Performance Index* (KPI) in base ai quali è valutato il *management* e il personale dirigente delle imprese bancarie.

### 3. Il reporting di sostenibilità: la doppia materialità.

Una prima chiave di lettura è quella degli obblighi in materia di *reporting* di sostenibilità.

L'art. 19 *bis*, Direttiva 2013/34/UE, come modificato dalla CSRD, disciplina l'oggetto dell'informativa di sostenibilità, prevedendo che siano incluse nel *report* le «informazioni necessarie alla comprensione dell'impatto dell'impresa sulle questioni di sostenibilità, nonché informazioni necessarie alla comprensione del modo in cui le questioni di sostenibilità influiscono sull'andamento dell'impresa, sui suoi risultati e sulla sua situazione». Trattasi di una nuova impostazione che prevede l'illustrazione dei dati di sostenibilità con una *duplice prospettiva* di misurazione (*inside out*, da una parte, e *outside in*, dall'altra) che si pone l'obiettivo di misurare oltreché l'impatto dell'organizzazione aziendale verso l'esterno e, pertanto, gli effetti positivi e negativi sull'ambiente e la società, (c.d. *Impact materiality*, che corrisponde all'impostazione della disciplina vigente), anche l'impatto delle questioni di sostenibilità sull'impresa e, pertanto, gli effetti positivi e negativi che l'ambiente e la società hanno sull'organizzazione aziendale (c.d. *Financial materiality*, che apre le porte alla c.d. doppia materialità)<sup>19</sup>. Questo criterio, che potremmo

---

<sup>19</sup> Cfr. G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 153 ss.; GUILLOT J.-HALES J., *Materiality: The Word that Launched a Thousand Debates*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, May 14, 2021, consultabile all'indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/05/14/materiality-the-word-that-launched-a-thousand-debates/>. Per un'impostazione critica, cfr. I.HY. CHIU, *The EU Sustainable Finance Agenda: Developing Governance for Double Materiality in Sustainability*

definire un “principio di redazione” della rendicontazione di sostenibilità, sarà poi declinato dai principi europei di rendicontazione curati dall’EFRAG.

La doppia materialità segna la strada verso il superamento dell’approccio *risk oriented* (tipico del settore bancario, come testimoniano gli *standard* emanati dall’EBA sull’informativa in materia di rischi “ESG”, volti ad incrementare il livello di raggiungimento degli obiettivi posti dal c.d. “Terzo Pilastro”) per convergere verso un approccio duale, che mira ad una visione dei fattori “ESG” non solo come elementi di rischio<sup>20</sup> da arginare<sup>21</sup>, ma anche come *opportunità* da gestire ed includere nei piani industriali<sup>22</sup>.

Il *reporting* esprime, dunque, tutte le proprie potenzialità là dove lo stesso *non* si limiti ad una piana illustrazione consuntiva dei dati di sostenibilità<sup>23</sup>, che rimarrebbe fine a sé stessa, in quanto mero adempimento formale di un obbligo imposto dalla legge, con scarsa utilità sotto il profilo dell’organizzazione societaria. In questa ipotesi, il bilancio di sostenibilità è tema estraneo al giurista e una siffatta impostazione massimizza il rischio di pratiche di *green washing*<sup>24</sup>, che la disciplina comunitaria cerca di contrastare: convergono verso questo obiettivo, oltre al Regolamento UE 2020/852 (c.d. “Regolamento

---

*Metrics*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2022, 97 ss. V. anche A. D’ANDREA, *Il principio di materiality nell’informativa non finanziaria*, Torino, 2020, *passim*.

<sup>20</sup> In argomento, cfr. F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere (sostenibili). Note brevi sul rischio nelle banche alla luce dei principi ESG*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 2022, 185 ss.

<sup>21</sup> Tramite procedure formalizzate al solo fine di esentare da responsabilità gli organi gestori e di controllo.

<sup>22</sup> Cfr. R. CALDERAZZI, *La sostenibilità nell’impresa bancaria*, cit., 182, 187.

<sup>23</sup> Tradizionalmente riferito alla gestione del rischio climatico e ambientale (spesso misurato con il grado di emissioni) e al grado di conseguimento degli obiettivi legati all’inclusione sociale e alla buona *governance*, intesa come rispetto dell’ambiente in cui l’impresa opera.

<sup>24</sup> Sulla definizione di *green washing*, v. ora il Report provvisorio pubblicato in data 31.5.2023 dalle *authority* europee (Esma – Eiopa – Eba): «practice where sustainability-related statements, declarations, actions, or communications do not clearly and fairly reflect the underlying sustainability profile of an entity, a financial product, or financial services. This practice may be misleading to consumers, investors, or other market participants». Cfr. Trib. Gorizia, 26 novembre 2021, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1257, con nota di A. TROISI, *Enforcement e normative di contrasto al fenomeno del greenwashing*.

Tassonomia”), anche le previsioni della CSRD che impongono la revisione del bilancio di sostenibilità e la previsione di *standard* comuni di rendicontazione.

Diversamente, il bilancio di sostenibilità (ovvero il processo di rendicontazione che la formazione dello stesso presuppone, tramite il coinvolgimento a vari livelli di pressoché tutte le funzioni aziendali<sup>25</sup>) esprime appieno la propria utilità nell’organizzazione solamente se lo stesso è integrato nel processo decisionale, quale strumento d’informazione del consiglio di amministrazione (art. 2381, primo e sesto comma, c.c.). È così che la doppia materialità può essere apprezzata e valorizzata, non solo alla stregua di principio di redazione del bilancio di sostenibilità, ma anche quale *standard* di assunzione delle decisioni strategiche da parte dell’organo gestorio, supportate da un’analisi di *doppia* materialità dei fattori di sostenibilità. D’altronde, l’analisi di materialità deve porsi alla base dell’approvazione dei piani strategici o, comunque, degli obiettivi contenuti nei *budget*, che prendono le mosse dal piano industriale, documento programmatico all’origine di ogni atto d’impresa.

È utile un esempio. L’investimento da parte di un’impresa bancaria in un progetto di educazione finanziaria<sup>26</sup> a lungo termine può considerarsi materiale in entrambe le prospettive (che possono altresì costituire la base della motivazione sottesa alla decisione di investimento): (i) i benefici attesi dall’impresa in termini di gestione del rischio operativo<sup>27</sup> e di aspettative reddituali conseguenti alla maggiore

---

<sup>25</sup> Dall’esame dei dati empirici è emerso che gli intermediari finanziari, con l’obiettivo dichiarato di raggiungere un livello di controllo interno delle informazioni di sostenibilità in linea con quello delle informazioni finanziarie, sottopongono il bilancio di sostenibilità ad un processo di Formazione e approvazione che potrebbe essere riassunto, a grandi linee, come segue: (i) verifica da parte della funzione “sustainability reporting supervision”, gerarchicamente dipendente dal dirigente preposto; (ii) “vaglio” da parte del comitato sostenibilità (se esistente), comitato controllo e rischi, e collegio sindacale, (iii) limited assurance da parte della società di revisione e, infine, (iv) approvazione CdA.

<sup>26</sup> Cfr. le acute riflessioni in materia di educazione finanziaria dei *post-millennials* e sostenibilità di M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1253 ss.

<sup>27</sup> «Few banks have reached the maturity stage where sustainability aspects are fully integrated into their internal credit ratings or market and operational risk

comprensione dei prodotti finanziari offerti alla clientela soddisfano il punto di vista della c.d. “*Financial materiality*”, (ii) mentre le esternalità positive in ambito sociale dell’investimento lo giustificano nell’ottica dell’analisi della c.d. “*Impact materiality*”.

È, dunque, possibile affermare che i meccanismi di *reporting* incidono direttamente sulla *governance*, in quanto l’obbligo di rendicontazione comporta l’esigenza di governare il rischio “ESG” e un’efficace gestione del rischio necessita l’allineamento degli obiettivi d’impresa alle tematiche “ESG” che, a sua volta, presuppone la declinazione degli obiettivi di sostenibilità (la *policy* “ESG”). Infatti, «che la sostenibilità attenga spesso ... alla gestione (= ai modi) dell’attività è evidente. D’altra parte la tradizionale contrapposizione tra interesse al profitto e interessi degli *stakeholders*, su cui si gioca il dibattito relativo alla responsabilità sociale d’impresa, si colloca proprio sul piano delle scelte strategiche adottabili e adottande dall’organo amministrativo<sup>28</sup>».

### 3.1... (Segue) I soggetti coinvolti.

La menzionata normativa europea (e, in particolare, per quanto d’interesse in questo §, la CSRD), che muove i primi passi verso un’inclusione del mondo “ESG” tra le opportunità imprenditoriali e non solo tra i rischi da governare, si rivolge esclusivamente alla grande impresa e, tra le imprese d’interesse pubblico, solamente a quelle quotate (art. 19 *bis* Direttiva 2013/34/UE). Diversamente, l’ambito applicativo del quadro regolamentare della vigilanza, è piuttosto vasto, includendo tendenzialmente tutti i soggetti la cui attività è sottoposta ad autorizzazione e vigilanza della Banca d’Italia ai sensi del TUB e del TUF (Banche, SIM, SGR, SICAV/SICAF autogestite, intermediari finanziari *ex* art. 106 TUB e relative società capogruppo, istituti di pagamento, IMEL), pur seguendo un principio di proporzionalità, da declinare in base alla complessità operativa, dimensionale e organizzativa degli intermediari, nonché alla natura dell’attività svolta.

---

frameworks»: così si legge nel *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, cit. Cfr. anche LENER-LUCANTONI, *op. cit.*, 18-19.

<sup>28</sup> M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell’impresa: spazi limiti e implicazioni*, in *Riv. Soc.*, 2021, 490.

Anche nell'ambito della normativa regolamentare devono, però, evidenziarsi progressi volti ad oltrepassare una visione delle tematiche "ESG" limitata alla mera inclusione del rischio climatico e ambientale nel sistema di gestione dei rischi, per orientarsi verso l'inclusione dei processi "ESG" nella *governance* strategica, laddove si prevede, per esempio: (i) l'inserimento dei fattori di sostenibilità nei processi decisionali relativi agli investimenti degli operatori che prestano servizi di investimento e di gestione collettiva del risparmio, e (ii) la previsione di politiche di remunerazione che, per quanto concerne la quota variabile, siano ancorate anche ad obiettivi "ESG"<sup>29</sup>.

Ora, laddove gli istituti di vigilanza, pur tramite l'adozione di atti privi di valore prescrittivo e vincolante, ma aventi una mera funzione di *moral suasion*, incentivano l'adozione diffusa di comportamenti che mirano all'integrazione degli obiettivi "ESG" nella strategia aziendale, è evidente che sussiste un significativo impulso per tutti gli intermediari finanziari a uniformarsi (secondo logiche di proporzionalità) agli *standard setter* di riferimento<sup>30</sup>, che potranno comunque essere applicati facoltativamente. Pertanto, anche al di fuori dell'ambito applicativo della CSRD, può immaginarsi una diffusa applicazione dei principi europei di sostenibilità in corso di pubblicazione da parte dell'EFRAG, che prevedono, tra l'altro, l'utilizzo del principio della doppia materialità<sup>31</sup>.

---

<sup>29</sup> Cfr., in questo senso, il documento BANCA D'ITALIA, *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, 6-9.

<sup>30</sup> Sulla funzionalità dell'adeguatezza degli assetti organizzativi rispetto al perseguimento della sana e prudente gestione, cfr. R. CALDERAZZI, *La funzione dell'organizzazione nell'impresa bancaria*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2019, I, 271: «l'evoluzione del regime dell'impresa bancaria, nella disciplina dell'attività e dell'organizzazione d'impresa, verso una prospettiva pubblicistica ha portato ad acquisire la consapevolezza che l'adozione di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale rappresenti il presidio migliore vuoi della correttezza dei comportamenti dell'impresa nei confronti dei clienti e investitori vuoi del perseguimento degli obiettivi della vigilanza pubblicistica sull'impresa, giacché la crescente valorizzazione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi nella disciplina degli intermediari finanziari e nella prospettiva della vigilanza pubblicistica sugli stessi mira al perseguimento di obiettivi che si identificano con quelli assegnati alla vigilanza».

<sup>31</sup> Ancorché debbano tenersi in considerazione le risultanze del documento pubblicato a gennaio 2023 da BANCA D'ITALIA, *Rischi climatici e ambientali. Principali evidenze di un'indagine tematica condotta dalla Banca d'Italia su un*



#### 4. Key Performance Indicator (KPI).

L'approccio maggiormente concentrato sulla gestione e limitazione di rischi "ESG" ha sinora comportato l'adozione da parte dell'impresa bancaria di indicatori di rischio (KRI), mentre l'approccio volto a includere i fattori "ESG" nel modello di *business* della banca, porta con sé la necessità di concentrarsi sugli indicatori di *performance* (KPI). Un tema strettamente legato al *reporting* e alla tassonomia è, quindi, quello dell'individuazione e del controllo<sup>32</sup> di adeguati indicatori di *performance*, funzionali a monitorare il raggiungimento degli obiettivi "ESG".

I *KPI* sono, dunque, lo strumento di misurazione della prestazione definita a monte del processo dall'organo gestorio, ma dagli stessi può dipendere altresì la remunerazione variabile degli amministratori esecutivi<sup>33</sup> e dei dirigenti. È possibile, così, evidenziare una funzione

---

*campione di intermediari finanziari non bancari*, che dà atto dei risultati di un questionario di autovalutazione distribuito a un campione di 86 intermediari non bancari, volto ad apprezzare il livello di integrazione dei rischi climatici e ambientali nei paradigmi gestionali. Il documento constata che «l'analisi delle risposte evidenzia un limitato allineamento alle aspettative. A fronte di una generalizzata attenzione alle tematiche Environmental, Social and Governance (ESG) da parte dei vertici aziendali, nella maggior parte dei casi si sono riscontrate diffuse carenze, con ritardi nella realizzazione e, spesso, anche nella pianificazione degli interventi strutturali sui diversi profili aziendali interessati».

<sup>32</sup> Anche il tema dei controlli è particolarmente significativo, là dove il d.lgs. n. 254/2016 non specifica il livello di *assurance* da fornire, ma il Regolamento CONSOB N. 20267/2018 indica che il livello di *assurance* può essere *limited* o *reasonable*, e la CSRD sembrerebbe confermare che è sufficiente una *limited assurance*, tramite l'introduzione all'art. 34, § 1, comma 2<sup>^</sup>, Direttiva 2013/34/UE, della lett. A-*bis*), che dispone: I revisori legali «rilasciano l'attestazione contenente le conclusioni basate su un incarico finalizzato ad acquisire un livello di sicurezza limitato circa la conformità della rendicontazione di sostenibilità con le prescrizioni della presente direttiva, compresa la conformità della rendicontazione di sostenibilità con i principi di rendicontazione di sostenibilità adottati a norma dell'articolo 29 *ter* o dell'articolo 29 *quater*, le procedure adottate dall'impresa per individuare le informazioni comunicate secondo detti principi di rendicontazione di sostenibilità».

<sup>33</sup> A questo proposito, è indicativo che il Rapporto Assonime 4/2023, cit., individui tra le tre aree di *governance* da monitorare per la costruzione di un indice volto a misurare l'implementazione degli obiettivi di sostenibilità nell'ambito della *corporate governance* delle società quotate proprio la presenza di remunerazioni variabili degli amministratori esecutivi legate ad obiettivi di sostenibilità. Le altre due "aree" oggetto

degli indicatori di *performance* ulteriore rispetto a quella di misurazione dei risultati della gestione<sup>34</sup>: in altri termini, i *KPI* diventano la cartina tornasole, che permette di dare voce ai soci sull'importanza che intendono attribuire alle tematiche "ESG"<sup>35</sup>.

Ancorché non possano attribuirsi al bilancio di sostenibilità effetti organizzativi, ma solo informativi, com'è evidente dalla mancanza di un potere di approvazione da parte dell'assemblea<sup>36</sup>, da un altro angolo visuale deve evidenziarsi che, con ogni probabilità, i *KPI quantitativi* in materia "ESG" dovranno costruirsi sulla base dei dati che emergono dal bilancio di sostenibilità<sup>37</sup>, con la conseguenza che i suoi principi di

---

di verifica sono (i) l'implementazione di obiettivi di sostenibilità nell'ambito dei piani strategici e nel sistema di controllo, e (ii) l'attuazione di politiche di dialogo con gli *stakeholders*. Dall'indagine è, peraltro, emerso che «remuneration is the governance area where the improvement is more significant and spread among all categories of companies». Il dato è altresì confermato dal *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, cit., 49: «83% of the banks now include sustainability metrics and targets as part of their executive remuneration plans for at least the CEO and the C-suite. European banks are far more likely to include them than North American banks. Some peers, such as ISP, ING, and CITI, include sustainability factors for lower management layers as well».

<sup>34</sup> V. anche quanto affermato da *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments Principles of Corporate Governance*, cit., IV.A.6.: «The use of sustainability indicators in remuneration may also warrant disclosure that allows investors to assess whether indicators are linked to material sustainability risks and opportunities and incentivise a long-term view».

<sup>35</sup> Per un primo inquadramento di queste tematiche, cfr. I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Rivista ODC*, 2020, 553 ss.

<sup>36</sup> Infatti, ai sensi di quanto previsto dalla CSRD, l'informazione di sostenibilità può essere fornita in una sezione apposita della relazione sulla gestione (che, come noto, non fa parte dei documenti di bilancio), oppure in un documento separato.

<sup>37</sup> Sinora i *KPI* in materia ESG rientrano spesso nell'ambito della valutazione di natura qualitativa, in quanto gli obiettivi sono, per esempio, legati alla presenza della banca negli indici di sostenibilità di società specializzate (n. presenze), ovvero al raggiungimento degli impegni di *Diversity & Inclusion*. Per un'analisi empirica dettagliata, cfr. il *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, cit., 49 ss., da cui emerge che «STIPs [Short Term Incentive Plans] are the most popular framework for sustainability-linked KPIs. 80% of peers that disclosed this information include the sustainability KPIs in their STIPs. STIPs. Conceptually, this focus on sustainability (and climate in particular) primarily in STIPs, is counter-

redazione, tra cui la doppia materialità, sono destinati ad influenzare la determinazione dei *KPI*. In quest’ottica, deve essere valorizzata una funzione del bilancio di sostenibilità che vada oltre quella meramente informativa. D’altronde, se parte della remunerazione variabile è legata al raggiungimento di obiettivi “ESG”<sup>38</sup>, misurabili tramite *KPI* costruiti<sup>39</sup> sui dati del bilancio di sostenibilità<sup>40</sup>, i soci<sup>41</sup> – pur indirettamente<sup>42</sup> – dovranno esprimersi *ex art.* 123-ter TUF

---

intuitive; sustainability changes (especially on the climate side) should be focused on the long term».

<sup>38</sup> Cfr. i dati illustrati e commentati da N. POZZATO, *Gli obiettivi non finanziari nelle politiche di remunerazione degli amministratori di società italiane appartenenti all’indice FTSE MIB. Un’analisi empirica*, in *Banca borsa tit. credit.*, 2023, I, 473 ss.

<sup>39</sup> Invero, il profilo più delicato è proprio quello della “costruzione” del *KPI* e della chiarezza e trasparenza dello stesso rispetto agli obiettivi perseguiti, che l’indicatore dovrebbe misurare.

<sup>40</sup> Cfr. Quanto si legge in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, *ESG + Incentives 2022 Report*, disponibile al link: <https://corpgov.law.harvard.edu/2022/08/22/esg-incentives-2022-report/>: «Of the S&P 500 companies with ESG metrics in incentive plans (348 of the 500), nearly all (98%) incorporate metrics into their annual incentive plans (AIP). Conversely, ESG metrics in long term incentive plans (LTIP) are still relatively uncommon (14% of the same group) but growing in prevalence. We expect that this dichotomy is primarily because this is a new area of measurement for incentive plans and companies are still learning what works and what doesn’t. Equity incentives also have more accounting complexity, and for ESG metrics, many companies shy away from the type of formulaic goals needed to ensure fixed accounting».

<sup>41</sup> Ai quali la prassi notarile riconoscerebbe anche la possibilità di prevedere staturamente l’attribuzione «ad un gruppo di esperti indipendenti [del]la valutazione periodica della performance ambientale o sociale dell’impresa nonché quella che consente ai medesimi di determinare, in modo vincolante, una parte del compenso degli amministratori sulla base di dati parametri di sostenibilità delle politiche da questi adottate»: il riferimento è alle massime pubblicate dal Comitato interregionale dei consigli notarili delle tre Venezie in materia “ESG”: massime A.B.1.-A.B.6, disponibili al link: <https://www.notaitriveneto.it/dettaglio-massime-triveneto-300-esg-e-clausole-di-sostenibilita.html#inizio>, e, in particolare, alla massima A.B.5.

<sup>42</sup> Sul differente, ma collegato, fenomeno del c.d. “*say on climate*”, alla base delle richieste formulate dai c.d. “soci attivisti” di trasparenza sulle strategie sul *climate change*, anche tramite meccanismi di voto assembleare, cfr. i dati presenti nel documento pubblicato da ASSONIME, *Il ruolo dell’assemblea: say on pay, say on climate*, Interventi, n. 6, 2022, 14 ss., disponibile al link: [https://www.assonime.it/\\_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%206-2022.pdf](https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%206-2022.pdf). V. anche *Report on*

sull'importanza da conferire agli obiettivi "ESG" nel *budget* e, in ultima istanza, nel piano industriale<sup>43</sup>.

Una volta ricostruita la rilevanza della rendicontazione di sostenibilità e dei principi che la governano nell'ambito dei piani strategici, l'indagine deve ora approfondire, sotto il profilo della *governance*, quali sono gli strumenti a disposizione dell'impresa bancaria che si rendono funzionali rispetto all'allineamento dell'agire imprenditoriale ad obiettivi "ESG compliant", con lo scopo di adeguare gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili al governo sostenibile dell'impresa.

##### 5. Le "funzioni" ESG nella governance delle imprese bancarie.

È dunque condivisa l'esigenza di «una riflessione approfondita sugli strumenti di *governance* tesi a realizzare l'obiettivo della sostenibilità»<sup>44</sup>. A questo proposito, possono individuarsi alcune *best practices* proprie delle imprese bancarie degne di approfondimento.

In particolare, tra i menzionati strumenti di *governance* vanno distinti (i) quelli che incidono direttamente sugli assetti organizzativi, tramite l'introduzione di apposite "funzioni" in capo all'organo gestorio ovvero nell'ambito della struttura organizzativa (§5.2.), da (ii) quelli che si rivolgono all'esterno dell'organizzazione, con l'obiettivo di coinvolgere nel processo decisionale (a vario titolo e con differenti intensità) soggetti normalmente estranei allo stesso (§5.3.). Infine, è possibile porre le basi per una riflessione sulla funzionalità di strumenti di *governance* che costituiscono un punto di incontro tra i precedenti (§5.4.).

---

*Governance of sustainability in the largest global banks*, cit., 10: «Only five of the 30 banks have granted shareholders a "say on climate" – an opportunity for a bank's shareholders to vote in an advisory capacity on the adequacy of the bank's climate plans and targets (e.g., its net zero pathway)».

<sup>43</sup> BPER Banca S.p.A. e Intesa San Paolo S.p.a. hanno attribuito entrambe agli obiettivi "ESG", per esempio, un peso pari al 15% del totale della remunerazione variabile, sino all'esercizio 2022. V. i dati illustrati nella tabella n. 1 da N. POZZATO, *op. cit.*, 489.

<sup>44</sup> L. CALVOSA, *La governance delle società*, cit., 317.

### 5.1. *Il sistema di controllo interno.*

Il sistema di controllo interno costituisce invero uno degli snodi principali, sotto il profilo degli assetti organizzativi<sup>45</sup>, dell'evoluzione di visione in merito alle questioni "ESG": il modello di riferimento, a livello internazionale, è quello del *CoSO Framework*, che definisce il controllo interno come un *processo*, posto in essere dal consiglio di amministrazione, dal *management* e da altri soggetti della struttura aziendale, che persegue l'efficacia ed efficienza delle attività operative, l'attendibilità dell'informativa, interna ed esterna e la conformità alle leggi e ai regolamenti.

È così che tramite una visione *integrata* dei controlli interni<sup>46</sup> anche «l'esercizio delle funzioni aziendali di controllo diventa uno strumento per la sana e prudente gestione dell'attività bancaria e fa emergere gli interessi che l'impresa bancaria deve tutelare e i portatori di quegli interessi»<sup>47</sup> al punto da poter ritenere che «l'articolato sistema di controlli interni trovi, nel sistema bancario, la sua ragione nell'esigenza di tutelare interessi diversi e più ampi»<sup>48</sup>. Una siffatta impostazione è

---

<sup>45</sup> La connessione è evidenziata anche nel CCG (Principio XVIII), dove si legge che «il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società».

<sup>46</sup> Cfr. il lavoro monografico di F. RIGANTI, *Il controllo interno nelle s.p.a. bancarie. Lineamenti evolutivi e profili di specialità organizzativa*, Torino, 2020.

<sup>47</sup> R. CALDERAZZI, *Il sistema di controllo interno delle banche nella prospettiva della tutela dei risparmiatori*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2019, 290. Per una visione più ampia si rinvia all'opera monografica dell'Autore: ID., *La funzione di controllo nell'impresa bancaria*, Torino, 2018. V. anche G. SCOGNAMIGLIO, *Gli assetti organizzativi degli intermediari finanziari*, in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive MiFID: prime valutazioni e tendenze applicative*, M. DE MARI (a cura di), Padova, 2009, 17 ss.

<sup>48</sup> R. CALDERAZZI, *Il sistema di controllo interno*, cit., loc.cit. V. anche F. RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.? (Note a margine di un convegno sull'Isola di Capri)*, in *Riv. Trim. dir. econ.*, 2022, 325 ss., spec. 341: «ritengo che la sostenibilità non finanziaria e la portata del fenomeno ESG siano non già preludio ad un affievolimento del fine di lucro, quanto piuttosto un elemento che conferma la centralità del raggiungimento del fine medesimo, tuttavia tramite mezzi innovativi, capaci per quantità e complessità di dare risposte anche ad esigenze "terze". Ciò

pienamente conforme rispetto alle esigenze di tutela di differenti portatori di interessi, che costituisce il presupposto dell'inclusione degli obiettivi "ESG" nei piani strategici<sup>49</sup> delle imprese bancarie. La compatibilità della sostenibilità rispetto al principio cardine della sana e prudente gestione<sup>50</sup> è pressoché scontata, com'è testimoniato anche dal tentativo di includere i rischi ambientali nel quadro prudenziale del primo pilastro<sup>51</sup>: d'altronde, sono entrambe regole di comportamento, canoni di condotta e criteri di valutazione dell'attività dell'impresa<sup>52</sup>. È proprio la "lettura" delle questioni inerenti alla sostenibilità attraverso il sistema di controllo interno che mette in luce come il perseguimento di obiettivi di sostenibilità attiene più alle modalità di esercizio

---

realizzando, in altri termini e in estrema sintesi, non l'abbandono del mercato, ma la creazione di un mercato nuovo».

<sup>49</sup> Per un suggestivo parallelismo tra continuità aziendale e sostenibilità, cfr. S. PACCHI, *Sostenibilità, fattori ESG e crisi d'impresa*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 26 maggio 2023: «l'orizzonte strategico dell'impresa, infatti, si amplia: dalla continuità a quello della sostenibilità. Diverso è il terreno di elezione di ciascuno dei due obiettivi. Mentre la continuità aziendale si concentra sullo sviluppo economico, la sostenibilità si incentra sul processo di cambiamento nel quale lo sfruttamento delle risorse, il piano degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e le modifiche istituzionali devono trovare una loro sintonia ... Diversi sono i registi dell'una e dell'altra performance. Mentre per la continuità aziendale sono i *managers* e i responsabili delle procedure e dei processi gestionali e amministrativi, per la sostenibilità, stante il contenuto strategico, è l'organo di indirizzo. Tanto ciò è vero che gli strumenti di lavoro e d'informazione (delle citate funzioni) sono prevalentemente rappresentati dal budget per i primi e dal piano strategico d'impresa per il secondo».

<sup>50</sup> Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e Mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. PASSALACQUA, Padova, 2022, 63 ss.

<sup>51</sup> V. il *discussion paper* dell'EBA, *The role of environmental risks in the prudential framework*, 2 maggio 2022, disponibile al link: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document\\_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Discussions/2022/Discussion%20paper%20on%20the%20role%20of%20environmental%20risk%20in%20the%20prudential%20framework/1031947/Discussion%20paper%20on%20role%20of%20ESG%20risks%20in%20prudential%20framework.pdf).

<sup>52</sup> F. SARTORI, *op. cit.*, 147: «Il criterio della sana e prudente gestione cambia veste. Non si limita cioè ad assurgere a criterio di giudizio in sede di vigilanza sanzionatoria ovvero a ispirare la regolamentazione dell'impresa, bensì diventa regola di comportamento, canone di condotta, criterio di valutazione dell'attività e dell'atto: che la dottrina affianca a quello della "negligence" e della "fraud"».

dell'attività d'impresa, che allo scopo della stessa<sup>53</sup>. D'altronde, anche la prassi notarile<sup>54</sup> riconduce l'inserimento nello statuto delle c.d. «clausole di sostenibilità<sup>55</sup>» alle «modalità di perseguimento del fine di lucro»: in altri termini, i riferimenti contenuti nello statuto a regole di sostenibilità impattano sulla *governance*, senza intaccare lo scopo lucrativo.

L'elezione delle tematiche "ESG" a modalità di esercizio dell'attività d'impresa e a canone di valutazione della stessa permette di evidenziare come le stesse attengano all'ambito della supervisione strategica e rientrino, dunque, nella piena competenza dell'organo gestorio.

## 5.2. ...(*Segue*) I comitati "ESG".

Nell'ambito della supervisione strategica e, più in generale, della *governance*, si concentra altresì la scelta tra l'istituzione di appositi comitati endo-consiliari con competenze in materia "ESG" piuttosto che l'integrazione di compiti e responsabilità sulle questioni rilevanti ai fini "ESG" nei comitati consiliari pre-esistenti<sup>56</sup> (tipicamente il comitato controllo e rischi e il comitato remunerazioni<sup>57</sup>), ed

---

<sup>53</sup> V. le interessanti riflessioni di P. AGSTNER-S. COSTA, *Il consiglio di amministrazione nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi di società quotate*; in *Rivista ODC*, 2022, 749 ss., spec. 797: «legare il successo sostenibile ai fattori ESG per la valutazione di adeguatezza del SCIGR [Sistema di Controllo Interno e Gestione dei Rischi] appare un passo significativo per il chiarimento della sua rilevanza, dal momento che ne dovrebbe coerentemente discendere la stretta attinenza del parametro di sostenibilità alle modalità dell'organizzazione d'impresa, piuttosto che allo scopo della società, ad oggi del resto ancora indirizzato dalla norma primaria dell'art. 2247 c.c., alla luce della quale andrebbe perciò letto il richiamo alla sostenibilità di cui all'art. 1 del Codice di Autodisciplina».

<sup>54</sup> Il riferimento è alle massime A.B.1.-A.B.6 pubblicate dal "Comitato triveneto" in materia "ESG", cit.

<sup>55</sup> Sono tali «le clausole dell'atto costitutivo/statuto che, fermo restando quanto genericamente disposto dall'art. 41 Cost., dettano specifiche regole etiche e/o di sostenibilità che devono essere rispettate nella gestione della società, anche a scapito della massimizzazione dei profitti e della efficienza produttiva»: così, Massima Triveneto, cit., A.B.1. Per un approfondimento, cfr. M. CIAN, *Clausole statutarie*, cit.

<sup>56</sup> Sul tema cfr. M.L. PASSADOR, *op. cit.*

<sup>57</sup> Per esempio, BPER Banca S.p.A. ha istituito un apposito comitato, mentre Banca Intesa S.p.A. ha esteso le competenze del comitato controllo e rischi.

analogamente la stessa scelta si pone con riferimento all'eventuale costituzione di comitati manageriali con specifiche competenze "ESG". Gli studi empirici<sup>58</sup> evidenziano l'esistenza di tre differenti linee di azione circa l'adeguamento in materia di sostenibilità degli assetti amministrativi delle imprese bancarie, distinguendo tra coloro che attribuiscono la competenza sulle questioni di sostenibilità nell'ambito del consiglio, da quelli che scelgono di istituire un comitato dedicato alla sostenibilità, ovvero integrano compiti e responsabilità di un comitato esistente.

Invero, non appare tanto rilevante la formale istituzione o meno di un "*sustainability committee*"<sup>59</sup>, quanto la composizione e il ruolo dello stesso<sup>60</sup>.

Infatti, nei casi in cui si scelga di integrare i compiti di uno dei comitati esistenti e, in particolare, tra questi, uno di quelli obbligatori (in tema di "nomine", "rischi", "remunerazioni"), la composizione del comitato responsabile in materia "ESG" sarà necessariamente quella imposta per i comitati obbligatori: tutti amministratori non esecutivi e in maggioranza indipendenti. Diversamente, la creazione di un comitato *ad hoc* comporta ampia discrezionalità per l'organo

---

<sup>58</sup> Per un approfondimento sui dati empirici dei comitati nelle imprese bancarie, v. *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, cit., 26 ss.

<sup>59</sup> Ancorché la scelta di per sé non possa certamente considerarsi neutrale: sia sufficiente riflettere sulla previsione della raccomandazione n. 27, art. 3, CCG, secondo cui «i comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei propri compiti, disporre di risorse finanziarie e avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dall'organo di amministrazione», che attribuisce, quindi, diritti di informativa diretti ed autonomi ai comitati (e, dunque, al comitato sostenibilità), differenziandoli rispetto ai flussi informativi endoconsiliari, che presuppongono, invece, l'accesso alle informazioni da parte degli amministratori non delegati in maniera esclusivamente "indiretta" in sede consiliare, senza possibilità di accesso diretto tramite la struttura aziendale.

<sup>60</sup> Cfr. G. F. PETERS-A. M. ROMI, *The Association between Sustainability Governance Characteristics and the Assurance of Corporate Sustainability Reports, in Auditing: A Journal of Practice & Theory*, Febbraio 2015, 34 (1), 163 ss.



amministrativo<sup>61</sup>, là dove il CCG e la Banca d'Italia<sup>62</sup> - trattandosi di comitato non obbligatorio - *non* forniscono indicazioni sulle caratteristiche dei componenti (ancorché nella prassi delle società quotate emerge, comunque, la preponderante presenza di amministratori indipendenti o, perlomeno, non esecutivi anche nei casi in cui sia presente il comitato sostenibilità<sup>63</sup>).

A questo proposito, deve evidenziarsi che in tutti i casi in cui il comitato “ESG” sia composto in prevalenza o, addirittura, per la totalità da amministratori non esecutivi, allo stesso sono comunque attribuite mere funzioni di “vigilanza”<sup>64</sup> o, al limite, consultive<sup>65</sup>. Diversamente,

---

<sup>61</sup> Cfr. *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments Principles of Corporate Governance*, cit., V.E.2.: «The establishment of committees to advise on additional issues should remain at the discretion of the company and should be flexible and proportional according to the needs of the board. Some boards have created a sustainability committee to advise the board on social and environmental risks, opportunities, goals and strategies, including related to climate».

<sup>62</sup> Non trattandosi di un comitato obbligatorio, la Circolare n. 285, cit., Parte prima, Titolo IV, Capitolo 1, Sezione IV, 2.1., lett. C), si limita a stabilire: «è buona prassi che ... nei comitati endo-consiliari, ivi inclusi i comitati diversi da quelli obbligatori ... almeno un componente sia del genere meno rappresentato». In materia, v. V. CALANDRA BONAURA, *Il ruolo dell'organo di supervisione strategica e dell'organo di gestione nelle Disposizioni di vigilanza sulla corporate governance e sui sistemi di controllo interno delle banche*, in *Banca imp. soc.*, 2015, 24 ss.

<sup>63</sup> «Most of the ‘sustainability board committees’ are composed of all non-executive and a majority of independent directors. However, about 29% of all ‘sustainability committees’ include at least one executive director, usually the CEO and in some cases the executive Chairman or Deputy Chairman, and/or company managers, showing the intention to ensure a more direct link to business strategy»: Rapporto Assonime 4/2023, cit., 25.

<sup>64</sup> Analogamente a quanto accade, appunto, nei casi in cui siano integrate le funzioni di uno dei comitati obbligatori.

<sup>65</sup> Sulla natura e l'ampiezza dei compiti affidati ai comitati di società bancarie, cfr. V. CALANDRA BONAURA, *op.cit.*, 25: «le Disposizioni di vigilanza sottolineano, da un lato, il ... carattere consultivo, istruttorio e propositivo [dei comitati], dall'altro, che le stesse non devono “comportare una limitazione dei

poteri decisionali e della responsabilità degli organi aziendali”. La mancata attribuzione di poteri decisionali rappresenta una presa di posizione, prevalentemente condivisa in sede europea, nei confronti di quegli orientamenti che vorrebbero assegnare ad uno specifico comitato la delega alla gestione e al controllo dei rischi, con una connotazione esecutiva e con la presenza di specifiche competenze manageriali ... Se consideriamo, però, la natura e l'ampiezza dei compiti assegnati ai comitati, e in modo particolare al comitato rischi nella sua funzione di supporto

nell'ipotesi in cui il comitato sia composto (anche) da amministratori esecutivi, ovvero abbia una composizione mista (consiliare e manageriale)<sup>66</sup>, questo potrà svolgere un'efficace funzione di orientamento verso il concreto perseguimento di obiettivi strategici di sostenibilità.

In particolare, è rilevante che il comitato di sostenibilità compia l'analisi di materialità "ESG" da porre alla base dell'istruttoria<sup>67</sup> rivolta all'organo gestorio per l'assunzione delle decisioni collegiali sui piani strategici: è questo il senso da attribuire alla raccomandazione 1.a) del CCG<sup>68</sup> che pone in relazione l'esame e l'approvazione del piano industriale della società e del gruppo, da adottarsi in base ad un'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine (e, dunque, del «successo sostenibile»), con l'eventuale supporto di un apposito comitato. Con riferimento al piano industriale, «il comitato pare svolgere un ruolo duplice: da un lato, opererà una valutazione preventiva del suo contenuto, esprimendo un parere su di esso, ma, dall'altro, potrà cooperare direttamente con gli organi delegati nella

---

all'organo di supervisione strategica in materia di rischi e di sistema dei controlli interni, non si possono non avanzare dubbi sul fatto che, pur in assenza di poteri decisionali, l'attività del comitato sia priva di conseguenze sul piano della responsabilità dei componenti dell'organo collegiale». Sui conseguenti profili di responsabilità, v., ora, M. HOUBEN, *La distribuzione della responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, 439 ss.; in giurisprudenza, Trib. Roma, 15 maggio 2019, in [giurisprudenzadelleimprese.it](http://giurisprudenzadelleimprese.it).

<sup>66</sup> «About half of all companies entrusted a committee with the task of supporting the board on sustainability matters: when established, the sustainability committee is frequently a board committee (about 79%), while a managerial (composed of managerial components only) or a mixed (managers and directors) committee is less common. About ¼ of all sustainability committees include at least one executive director; the choice of a more strategically oriented sustainability committees is almost equivalent in both large and small companies»: così, Rapporto Assonime 4/2023, cit., 24.

<sup>67</sup> D'altronde, la funzione *istruttoria* rientra tra quelle tipiche dei comitati: v. art. 3 CCG, nonché la Circolare n. 285, cit., Parte prima, Titolo IV, Capitolo 1, Sezione IV, 2.3.1., lett. a), 1.

<sup>68</sup> «L'organo di amministrazione esamina e approva il piano industriale della società e del gruppo ad essa facente capo, anche in base all'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine effettuata con l'eventuale supporto di un comitato del quale l'organo di amministrazione determina la composizione e le funzioni».

redazione del piano, formulando proposte di integrazione, ex ante rispetto al momento valutativo e di approvazione dello stesso<sup>69</sup>».

Pertanto, l'opinione di chi ha ritenuto che «le materie ESG o il tema della “sostenibilità” ... non sono aspetti particolari seppure rilevanti delle competenze del consiglio di amministrazione (come per esempio le politiche di remunerazione, le nomine e gli stessi controlli o la valutazione dei rischi), ma finiscono per risolversi necessariamente in scelte strategiche di vertice della conduzione della società e della sua impresa», concludendo per l'assoluta marginalità di un comitato consiliare in materia di sostenibilità<sup>70</sup>, può essere condivisa limitatamente ai comitati “ESG” composti da soli amministratori non esecutivi. L'efficacia e l'utilità del comitato di sostenibilità si evince laddove al suo interno siano presenti amministratori esecutivi ovvero dirigenti e lo stesso abbia, tra i suoi compiti essenziali, l'analisi di materialità riferita agli obiettivi strategici da inserire nel piano

---

<sup>69</sup> Così il *paper* presentato al XIV Convegno nazionale dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale – Orizzonti del diritto commerciale da M. IRRERA-B.M. SCARABELLI, *I comitati di sostenibilità nella governance delle società quotate: tra funzioni gestorie e di controllo*, 15, disponibile sul sito internet dell'Associazione. Anche gli A. riscontrano il frequente “accorpamento” del comitato sostenibilità con quello controlli e rischi, ma propendono per la costituzione di due separati comitati, almeno nelle società di maggiori dimensioni: *ivi*, 23.

<sup>70</sup> Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 424, che, muovendo dall'ipotesi che «l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione si sostanzia nel perseguimento del *successo sostenibile* e cioè nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società», afferma: «la creazione di un comitato endoconsiliare in materia (come, ad esempio, un comitato ESG o sostenibilità di cui si fa da ultimo un gran parlare) non potrebbe che avere un ruolo del tutto marginale e bene ha fatto il Codice a non raccomandarne la istituzione (pur genericamente prevedendone la possibilità). Gli è infatti che le materie ESG o il tema della “sostenibilità” (data la loro genericità e potenziale onnicomprensività) non sono aspetti particolari seppure rilevanti delle competenze del consiglio di amministrazione (come per esempio le politiche di remunerazione, le nomine e gli stessi controlli o la valutazione dei rischi), ma finiscono per risolversi necessariamente in scelte strategiche di vertice della conduzione della società e della sua impresa. Esse insomma altro non sono che la politica della società, la quale, allora e come tale, non può che essere nella sua interezza oggetto di approfondimento e discussione da parte dell'organo amministrativo nel suo complesso, prima ancora che lo stesso assuma decisioni e deliberazioni al riguardo».

industriale<sup>71</sup>. In questa maniera, si differenzia la strategia “ESG” degli istituti di credito che adottano obiettivi di sostenibilità c.d. “*standalone*” e, dunque, autonomi ed indipendenti dalla strategia complessiva, rispetto a coloro che adottano una *policy* “ESG” *integrata* con la strategia globale (v. art. 19 *bis*, § 2, lett. a, iii, Direttiva 2013/34/UE, come modificata dalla CSRD), che presuppone evidentemente una visione più evoluta, figlia di un’analisi di “doppia” materialità. Infatti, le funzioni “ESG” (comprese quelle dei comitati consiliari) devono assumere natura *trasversale* rispetto all’esercizio dell’attività dell’impresa bancaria, in quanto il loro coinvolgimento si renderà necessario all’assunzione di qualunque decisione strategica, al fine di istruire la delibera valutandone l’impatto (interno ed esterno) rispetto alle tematiche ambientali, sociali e di *governance*, in applicazione delle politiche di sostenibilità adottate dall’organo amministrativo. I fattori “ESG” andranno, quindi, integrati nei processi di gestione dei rischi<sup>72</sup>, dei crediti e delle politiche di investimento, così come nell’ambito delle scelte di *procurement* della banca<sup>73</sup>.

---

<sup>71</sup> In questo senso, cfr. *Report on Governance of sustainability in the largest global banks*, cit., 9: «We identified three approaches to structuring the oversight of sustainability at board level: (A) creation of an ad hoc board committee on sustainability, (B) making sustainability a whole board affair — like strategy, and (C) combination of a broad sustainability mandate within an existing board committee. More than two-thirds of Sustainability Tier 3 peers use option (A), while Sustainability Tier 1 peers mainly use either options (B) or (C), which are also the favorite approaches of 80% of the “over-performers”. Four of the five Sustainability Tier 1 peers who follow option (C) combine the general sustainability oversight mandate with nomination and governance responsibilities. One of the banks using option (B) has appointed a “board sustainability champion”. We believe that the establishment of a standalone committee is often the starting (or an early) point in developing a more comprehensive sustainability risk and strategy perspective. As banks move along the “maturity spectrum” the “heavy lifting” is, as noted above, assumed by the management while boards allocate sustainability mandates across existing workstreams and committees».

<sup>72</sup> Il ruolo dei comitati endo-consiliari, compreso quello con competenze sui fattori “ESG”, nell’ambito della gestione strategica dei rischi è valorizzato da F. RIGANTI, *L’insostenibile leggerezza dell’essere (sostenibili)*, cit., 199.

<sup>73</sup> A questo proposito, è interessante rilevare come la scelta di ottenere la certificazione UNI EN ISO 9001:2015 per il servizio di acquisti centralizzato da parte di Banca d’Italia sia stata giustificata anche con l’obiettivo di assicurare che il sistema di gestione per la qualità del dipartimento immobili e appalti sia in grado, tra l’altro, di ... « porsi come base per lo sviluppo del concetto di qualità sostenibile, con

### 5.3. *L'engagement degli stakeholders: ascolto o dialogo.*

Il dibattito dottrinale è piuttosto ampio in materia di dialogo con gli azionisti<sup>74</sup>, ovvero solo con alcuni di essi (il c.d. dialogo selettivo)<sup>75</sup>, mentre è meno esplorato il “dovere” dell’organo gestorio di ascoltare o dialogare con soggetti terzi (diversi dagli azionisti, ma comunque) portatori di interessi<sup>76</sup>, ovvero sulla possibilità di riconoscere a questi ultimi poteri di *voice*<sup>77</sup>.

L’*engagement* dei soli azionisti non è di per sé risolutivo; infatti, non è sufficiente al perseguimento di concreti obiettivi “ESG”, in quanto è espressione di una visione miope della sostenibilità, che non permette agli amministratori di mettere a fuoco le esigenze di tutti quei soggetti (altri) che hanno un ruolo significativo nella catena di valore dell’impresa bancaria. Il coinvolgimento esclusivo degli azionisti nelle politiche di *engagement* si pone, quindi, in contraddizione rispetto al principio di doppia materialità, in quanto non consente di esaminare i fatti di gestione dalla prospettiva della materialità finanziaria.

Rispetto alle modalità di coinvolgimento dei portatori di interesse, si pone evidentemente come preliminare il processo di identificazione

---

specifico riferimento ai sistemi di gestione dell’energia e all’obiettivo di miglioramento della performance ambientale della Banca»: così si legge al *link*: <https://www.bancaditalia.it/chi-siamo/organizzazione/ac/immobili-appalti/certificazione-procurement/index.html>.

<sup>74</sup> Anche sulla spinta delle previsioni del CCG: v. l’art. 1, Principio IV, che raccomanda il dialogo con gli azionisti e con gli *stakeholders* rilevanti per la società, ma la Raccomandazione 3 si concentra pressoché esclusivamente sul dialogo con gli azionisti.

<sup>75</sup> S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Milano, 2022; G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. Cred.*, 2018, I, 393 ss.; ID., *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, in *Virginia Law & Business Review*, 2018, 187 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. Soc.*, 2018, 32 ss.; G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2021, 695 ss.; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1350 ss., 1364 ss.

<sup>76</sup> Nel terzo considerando della CSRD si legge l’espressione «dialogo costruttivo con tutti i portatori di interessi».

<sup>77</sup> Cfr. M. CIAN, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l’organizzazione societaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2023, 356 ss.

degli *stakeholders*, che presuppone un'analisi di materialità e riveste carattere preminente rispetto a tutte le altre questioni organizzative e procedurali. La scelta di quelli che, tra gli *stakeholders* rilevanti, sono eleggibili quali destinatari delle politiche di *engagement*, si caratterizza per profili di discrezionalità (gestoria) tali da declinare in concreto la natura stessa della strategia "ESG", ponendosi come fondamento della *policy* "ESG" adottata<sup>78</sup>.

L'*engagement* «forte» degli *stakeholders*, rispetto all'*engagement* degli *shareholders*, trova però un limite nelle difficoltà ad ammettere forme di coinvolgimento diretto di terzi (non soci, né portatori di strumenti finanziari) nel processo decisionale e nella *governance* della società per azioni<sup>79</sup>. Ad ogni modo, laddove si consideri legittima – come non dovrebbe mettersi in dubbio – «l'istituzione di un corpo rappresentativo degli *stakeholders* e l'attribuzione allo stesso di una posizione endoorganizzativa, cioè di poteri di *voice* ... nel contesto della formazione delle decisioni societarie»<sup>80</sup>, si tratta di scegliere quale sia l'intensità da attribuire agli strumenti di *engagement* degli *stakeholders* nell'ambito del processo decisionale dell'impresa bancaria<sup>81</sup>. A questo proposito, sono state individuate «tre possibili forme di coinvolgimento, in ordine crescente di pregnanza:

---

<sup>78</sup> In questo senso, deve essere letta la previsione di cui all'art. 19 *bis*, § 2, lett. a), IV, Direttiva 2013/34/UE, come modificata dalla CSRD, che dispone di illustrare nella rendicontazione di sostenibilità «il modo in cui il modello e la strategia aziendali dell'impresa tengono conto degli interessi dei suoi portatori di interessi e del suo impatto sulle questioni di sostenibilità».

<sup>79</sup> Cfr. Massima Triveneto, A.B.4., cit., che ammette «la clausola statutaria che imponga agli amministratori di consultarsi con comitati esterni o *stakeholders* individuati nella fase istruttoria preliminare alla decisione amministrativa ed altresì che subordini il potere degli amministratori di porre in essere determinate tipologie di operazioni al consenso o al parere favorevole di un comitato esterno o di *stakeholders* individuati», nonostante la motivazione della stessa tenga a precisare – probabilmente, contraddicendo il contenuto stesso della massima – che «tali obblighi assumono rilievo esclusivamente procedimentale senza poter giungere a imporre agli amministratori l'esecuzione di atti gestori, la cui decisione rimane necessariamente, così come la correlativa responsabilità, in capo all'organo amministrativo medesimo».

<sup>80</sup> M. CIAN, *I comitati rappresentativi*, cit., 370.

<sup>81</sup> Sulle forme di coinvolgimento degli *stakeholders* nell'ambito della *governance* societaria, v. *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments Principles of Corporate Governance*, cit., VI.D.

l'informazione, la consultazione e la partecipazione»<sup>82</sup>. In altri termini, oltre all'istituzione di comitati consiliari composti anche da amministratori esecutivi ovvero comitati manageriali<sup>83</sup>, le imprese bancarie valutano l'opportunità di "uscire" dall'organizzazione societaria e aprire le porte a un comitato composto dai rappresentanti di quelli che, tra i vari *stakeholders*, sono stati considerati rilevanti per l'impresa.

È evidente che i profili problematici che possono emergere (che esulano dalla presente trattazione) sono conseguenti al ruolo e alle funzioni attribuiti a questi comitati, ma ciò che rileva ai fini della presente ricerca è la circostanza che il lavoro dei comitati rappresentativi degli *stakeholders* può evidentemente, anch'esso, rivelarsi strettamente funzionale e di supporto all'analisi-istruttoria di (doppia) materialità sulle decisioni gestorie. Pur prescindendo dall'ipotesi estrema (lontana dall'odierna realtà delle imprese finanziarie) che prevede forme di coinvolgimento diretto degli *stakeholders* nelle decisioni che li riguardano, è sufficiente riflettere sull'incisivo contributo che potrebbe essere fornito all'istruttoria delle decisioni organizzative di vertice che impattano sulle tematiche "ESG" dalle risultanze di adeguate politiche di ascolto e di dialogo condotte sistematicamente con i corpi rappresentativi degli *stakeholders*. È, infatti, ragionevole immaginarsi che entrambe le prospettive d'impatto (*inside out*, da una parte, e *outside in*, dall'altra) possano essere comprese in maniera più profonda solo avviando un percorso che permetta di portare all'interno dell'organizzazione societaria (con forme e modalità più o meno invasive del tradizionale processo decisionale) la voce degli *stakeholders* rilevanti<sup>84</sup> per l'impresa bancaria. In particolare, rileva come gli *stakeholders* – tramite l'istituzionalizzazione di apposite procedure – possano essere presi in

---

<sup>82</sup> M. CIAN, *I comitati rappresentativi*, cit., 371.

<sup>83</sup> I quali, peraltro, sono spesso deputati anche a stabilire il primo punto di contatto diretto con gli *stakeholders*: cfr. quanto affermato da M. IRRERA-B.M. SCARABELLI, *op. cit.*, 24.

<sup>84</sup> In questo senso, cfr. *Recommendation of the Council on OECD Legal Instruments Principles of Corporate Governance*, cit., VI.B.: «corporate governance frameworks should allow for dialogue between a company, its shareholders and stakeholders to exchange views on sustainability matters as relevant for the company's business strategy and its assessment of what matters ought to be considered material».

considerazione ai fini delle decisioni suscettibili di produrre un impatto sui loro interessi, indipendentemente dalle modalità con cui questo avvenga<sup>85</sup>.

#### 5.4. *L'observer*.

La figura dell'osservatore, cioè di un soggetto che (non è un amministratore, ma) partecipa alle riunioni dell'organo gestorio, senza però avere diritto di voto, è spesso utilizzata nelle operazioni che vedono protagonisti i *venture capitalist*. Nonostante l'interesse che la figura dovrebbe suscitare nella prassi e in ambito scientifico, non è oggetto di alcuna disciplina, nemmeno a livello di *soft law*, né risulta che il fenomeno sia stato studiato dai giuristi<sup>86</sup>. In particolare, il diritto di nomina dell'osservatore è normalmente riconosciuto, statutariamente ovvero nei patti parasociali, a favore dell'investitore<sup>87</sup> che, pur non interessato ad "influenzare" la gestione tramite la nomina di uno o più amministratori, si preoccupa di essere costantemente informato sull'evoluzione della stessa, con lo scopo di ridurre le asimmetrie informative e il rischio di azzardo morale, in un'ottica di efficiente allocazione dei poteri<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Una siffatta impostazione comporta la necessità di riflettere sull'opportunità di prevedere anche un obbligo di motivazione su determinate decisioni assunte sia dall'organo gestorio, che dall'assemblea, nell'ipotesi in cui queste incidano sugli *stakeholders*: cfr., ancora una volta, le riflessioni di M. CIAN, *I comitati rappresentativi*, cit., 375 ss.

<sup>86</sup> Cfr. I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione*, in *www.dirittobancario.it*, Marzo 2023. Nella prassi professionale delle trattative con gli investitori professionali, si riscontra, quale alternativa al diritto di nomina di uno o più amministratori, il diritto di nominare un *osservatore* che partecipi alle riunioni del C.d.A. senza diritto di voto e, talvolta, nemmeno di intervento, ma con diritto di essere informato, alla pari degli amministratori non esecutivi.

<sup>87</sup> Sul «design contrattuale» proprio delle operazioni di *venture capitalist* riferite alle start up, v. A. CAPIZZI-P. AGSTNER-P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 228 ss.

<sup>88</sup> «Disciplinando il contratto sociale, l'ordinamento opera una determinata allocazione dei diritti amministrativi e patrimoniali dei soci ... *Venture capitalist* e imprenditore, in un'ottica di mutuo vantaggio e sempre che non ostino barriere alla negoziazione, sono incentivati a fare quei poteri oggetto di efficiente riallocazione tramite una miriade di complesse e interconnesse regole negoziali, che mirano a due



L'esportazione dell'"istituto" al di fuori della dialettica e dei flussi informativi che intercorrono tra soci e amministratori, e l'applicazione dello stesso ai rapporti con gli *stakeholders*, permette di immaginare l'istituzionalizzazione della figura dell'osservatore nominato dagli *stakeholders* ovvero da comitati rappresentativi degli stessi. È questa, probabilmente, una soluzione che permette di contemperare o, perlomeno, mediare tra le soluzioni di *governance* che incidono più profondamente sulla struttura organizzativa dell'impresa bancaria e quelle che addirittura attribuiscono ai portatori d'interesse un ruolo attivo nel processo decisionale. Infatti, questa figura appare funzionale a superare l'obiezione sollevata alla possibilità di attribuire ai comitati rappresentativi degli *stakeholders* il diritto di nomina di un amministratore, là dove la disciplina delle società per azioni in materia di competenza di nomina dell'organo gestorio non lo permetterebbe<sup>89</sup>, mentre nulla osta alla nomina di un "uditore" da parte di un soggetto estraneo alla compagine sociale.

Rimangono, comunque, da indagare le molteplici e variegate conseguenze (sotto il profilo del diritto societario e dei mercati finanziari) che comporta la partecipazione alle riunioni dell'organo gestorio di un soggetto privo di doveri fiduciari nei confronti dei soci, anche alla luce delle peculiarità dell'impresa bancaria.

---

obiettivi fondamentali. Per un verso, esse sono preordinate a mitigare incertezza, asimmetrie informative e rischio di azzardo morale, migliorando gli incentivi delle parti a condividere prontamente tutte le informazioni rilevanti, a profondere gli sforzi ottimali per la massimizzazione del valore complessivo dell'impresa e a disegnare una struttura negoziale in grado di consentire al finanziatore di rispondere prontamente alle variazioni degli stati del mondo, secondo lo schema del c.d. «*contingent control*» ... Per altro verso, invece, esse sono strumentali a imprimere al rapporto, in linea con le caratteristiche operative dell'industria del VC, una struttura «bifasica», tale, cioè, da combinare una fase volta alla creazione di valore e una alla sua monetizzazione, con l'implicita garanzia per il *venture capitalist* di poter, a un certo punto della vita dell'impresa, disinvestire e cos. generare la liquidità necessaria per mantenere le promesse a suo tempo fatte ai propri investitori»: così, C.A. NIGRO-L. ENRIQUES, *Venture capital e diritto societario italiano: un rapporto difficile*, in AGE, 2021, 156.

<sup>89</sup> M. CIAN, *I comitati rappresentativi*, cit., 380.

6. *Prime conclusioni e spunti per una riflessione.*

*De jure condendo* e nella prospettiva di ulteriori approfondimenti, allo stato delle riflessioni formulate, può concludersi che, per l'impresa bancaria, non è in corso un cambio di paradigma, inteso come modifica degli assetti d'interessi coinvolti, in quanto l'analisi di doppia materialità mette alla luce, in ultima istanza, come l'allineamento dell'agire imprenditoriale ad obiettivi "ESG compliant" è perfettamente in linea e sovrapponibile rispetto ai (sovraordinati) obiettivi di sana e prudente gestione che guidano l'attività bancaria. Il profondo mutamento in corso concerne, invece, l'implementazione di assetti organizzativi adeguati rispetto agli obiettivi "ESG": emerge, infatti, come imprescindibile l'individuazione di efficienti ed efficaci strumenti di *governance* di cui l'impresa bancaria deve dotarsi con l'obiettivo di superare l'approccio *risk oriented*, per convergere, invece, verso un approccio duale, che mira ad una visione dei fattori "ESG" non solo come elementi di rischio da arginare (tramite apposite procedure da documentare al solo fine di esentare da responsabilità gli organi gestori e di controllo), ma anche come *opportunità* da gestire ed includere nei piani industriali, in un'ottica di integrazione della sostenibilità nel *business* dell'impresa bancaria.

## **La disintermediazione nel servizio di consulenza mifid (robo advice). Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile.**

**SOMMARIO:** 1. Il “*robo advisory*” nel contesto FinTech. Quali regole? - 2. Il tema della disintermediazione (umana) nel servizio di consulenza in materia di investimenti - 3. Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile

### *1. Il robo advisory nel contesto FinTech. Quali regole?*

Il dibattito sull’impiego e sull’impatto della tecnologia in ambito finanziario si è sviluppato parallelamente alla variegata applicazione delle nuove tecnologie in tale settore, ma le nuove direttrici tracciate dal Regolamento (EU) 2019/2088<sup>1</sup> (SFDR) impongono nuove e diverse riflessioni, specialmente al cospetto di un servizio di investimento ad alto valore aggiunto, quale la consulenza in materia di investimenti.

La transizione digitale nel mercato bancario e finanziario ricava nuovi spazi per il diritto quale componente del processo di mutamento, senza ridursi a mero strumento tecnico di attuazione<sup>2</sup>.

Con riferimento all’attività di consulenza è noto l’approdo secondo il quale le imprese che si avvalgono di un *robo* nell’ambito di tale attività di consulenza sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nell’art.24 della Direttiva Mifid II, nonché a procedere alla valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza di cui al successivo art. 25. Tuttavia, tale automatismo può reggere al solo patto di presidiare alcuni fronti, non immediatamente tutelabili attraverso le regole comuni.

---

<sup>1</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>2</sup> Sul punto interessantissime riflessioni in M. PASSALACQUA (a cura di), “*Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale: studi dedicati a Mauro Giusti*”, CEDAM, 2022. Di limpida ragionevolezza l’affermazione dell’Autrice secondo la quale: “*Il diritto può contribuire a creare un contesto giuridico eventuale che potrebbe non essere, provvedendo a disegnare un mondo che vorrebbe e contribuendo a conformare i possibili scenari della transizione digitale in corso*”.

Questa prospettiva sollecita l'opportunità di procedere ad un'attenta riflessione sul bilanciamento di contrapposti interessi, poiché dal punto di vista dei valori tutelati, si vanno sovrapponendo profili di tutela che coinvolgono, da un lato, l'interesse del consumatore – investitore a vedersi proporre il miglior investimento possibile, una volta ricostruiti con rigore la propria cultura e la propria attitudine finanziaria, attraverso (anche) lo studio del *financial behaviour*, dall'altro quello collettivo di ampliare e standardizzare le informazioni fornite agli investitori sui prodotti finanziari ESG<sup>3</sup>.

L'indagine deve allora concentrarsi sulle connessioni e sulle possibili interazioni tra il servizio di consulenza in materia di servizi di investimenti privo, del tutto o in parte, della mediazione umana, con le sempre più avvertite esigenze di strutturare un sistema di regole teso ad integrare gli obblighi gravanti sugli intermediari nel quadro (anche) della sostenibilità e della finanza etica.

Nell'affrontare l'analisi occorrerà poi distinguere, tra le regole applicabili al rapporto, quelle riferibili agli obblighi informativi (tendenzialmente valide per tutti gli operatori), da quelle tendenti alla responsabilizzazione degli intermediari (da orientare soggettivamente a seconda di chi debba essere ritenuto responsabile della consulenza a prescindere dalle modalità attraverso le quali sia stata somministrata la raccomandazione).

Già dal 2016 l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari (IOSCO) è giunta a suggerire, agli Organismi di Vigilanza nazionali, la creazione di Unità stabili, dedicate al monitoraggio ed alla vigilanza del fenomeno entro le giurisdizioni di competenza<sup>4</sup>.

Il *Robo-advisory*, da annoverare tra le espressioni più rilevanti nell'ambito dei servizi FinTech<sup>5</sup>, è un servizio dedicato alla

---

<sup>3</sup> Il Regolamento Tassonomia (Regolamento UE 2020/852) introduce nell'Unione Europea un sistema di classificazione delle attività economiche sostenibili con l'obiettivo di superare l'assenza di definizioni condivise e favorire così la trasparenza e la comparabilità, da parte degli investitori.

<sup>4</sup> Il riferimento è al *Committee on the Regulation of Market Intermediaries* dell'IOSCO, che nel luglio 2016 ha licenziato il documento denominato *FR15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* consultabile, in versione integrale, su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.

<sup>5</sup> Davvero notevoli i dati, in termine di crescita, rilevati da Investopedia, updated Annuari 26, 2023, su <https://www.investopedia.com/articles/financial->

pianificazione e alla gestione del patrimonio personale attraverso una piattaforma telematica che, mediante elaborazioni algoritmiche, fornisce, o consente di fornire, nel caso di *Robo4 Advisor*, consigli per la costruzione di un portafoglio di investimento rispondente alle caratteristiche dell'utente<sup>6</sup>.

La peculiarità dell'integrazione robotica applicata al servizio di consulenza, è quella di consentire ai potenziali investitori, attraverso l'elaborazione delle informazioni da questi immesse nelle piattaforma, di ottenere consigli di investimento; ovvero di strutturare e di gestire la creazione di veri e propri portafogli personalizzati direttamente in via telematica, in linea di massima senza l'intermediazione di un consulente tradizionale, fuorché nell'ipotesi del *Robo4advisor*, nella quale l'elaboratore fornisce mero supporto all'agente umano.

L'innesco del rapporto avviene attraverso l'accesso, da parte dell'utente, alla piattaforma. Le fasi successive comprendono un primo approccio col cliente tramite la compilazione di un questionario formulato sulla base di un modello astrattamente *MiFID compliant* che permetta alla piattaforma di classificare il profilo dell'investitore in diverse aree d'interesse, tra le quali spiccano quelle di conoscenza ed esperienza finanziaria, la situazione patrimoniale, gli obiettivi d'investimento anche in relazione all'orizzonte temporale di riferimento e infine il *risk appetite* a cui il cliente aspira date le sue possibilità economiche e del livello di sopportazione del rischio correlato alle operazioni finanziarie.

Al termine della compilazione, il sistema è in grado di elaborare la pianificazione di un portafoglio titoli completo e soddisfacente per il soggetto, prevedendone, nel caso di accesso alla gestione, i ritorni futuri e monitorandone, nel tempo, l'andamento.

---

advisors/032216/7-top-nonus roboadvisors.asp. Altri dati, sempre riguardanti la crescente influenza del fenomeno su [https://www.accenture.com/t20150707T195228\\_w\\_/plen/\\_acnmedia/Accenture/ConversionAssets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub\\_11/Accenture-Future-FintechBanking.pdf](https://www.accenture.com/t20150707T195228_w_/plen/_acnmedia/Accenture/ConversionAssets/DotCom/Documents/Global/PDF/Dualpub_11/Accenture-Future-FintechBanking.pdf).

<sup>6</sup> La progressiva rilevanza assunta dal fenomeno di c.d. «*automation in financial advice*» è evidenziata anche dall'attenzione allo stesso riservata in sede internazionale. Si rammenta il *Report on the IOSCO Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* del luglio 2014, *Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* del 2016. Sul punto si segnala anche il *Discussion Paper on automation in financial advice* di ESMA, EBA ed EIOPA del dicembre 2015.

I livelli di incidenza del *Robo Advisor* rispetto alla selezione ed all'esecuzione delle scelte operate dall'utente, variano a seconda della piattaforma utilizzata; allo stesso modo possono variare le procedure di "profilatura" del cliente e la tipologia stessa del servizio prestato.

Strutturato il portafoglio, il cliente può infatti decidere di intraprendere due strade distinte: la prima consiste nel prendere atto della consulenza ricevuta e recarsi dal proprio *broker* per procedere in separata sede all'investimento, oppure può decidere di investire direttamente tramite la piattaforma telematica, se il sito web di quest'ultimo lo permette, senza dover prendere contatti con terze parti nell'affare.

In quest'ultimo caso, nel corso dell'investimento il cliente riceverà poi degli *alert* o dei suggerimenti di ribilanciamento da parte del consulente robotizzato che monitora costantemente l'andamento dei titoli e del portafoglio complessivo anche in relazione a variabili macroeconomiche.

In generale si possono distinguere tre generazioni di Robo-advisors: prima generazione o *stand alone Robo-advisors*, seconda generazione o *integrated Robo-advisors* e terza generazione o *cognitive Robo-advisors*.

La prima generazione ha come target direttamente il consumatore finale e gli permette di avere una visione completa del portafoglio, ottenere *financial advices* e ribilanciamento automatico.

La seconda è rivolta non solo ai clienti finali, ma anche ai consulenti già presenti sul mercato, permettendo risparmi di costo nella gestione degli asset e del rapporto cliente e asset manager.

La terza generazione è composta da tutti quei Robot che prevedono una considerazione altamente personalizzata delle esigenze del cliente, rappresentando una versione perfezionata del modello di prima generazione.

Già da quanto brevemente premesso è possibile scorgere l'esistenza di diversi modelli, tutti sussumibili sotto il fenomeno unitariamente definito della "*Robo advice*", che discendono dai diversi approcci metodologici utilizzati dagli operatori e dai diversi livelli di interazione tra utente umano e piattaforma telematica.

Quanto precede appare significativo allorquando occorra, in conformità con il tema di ricerca, enucleare un modello unitario di *Robo advice* da sottoporre all'attenzione dell'interprete al fine di valutarne

l'operatività per scorgerne eventuali elementi di specialità rispetto all'esistente quadro regolamentare in materia di consulenza finanziaria.

Occorre premettere che non risultano adottate specifiche linee guida né normative *ad hoc* tese a promuovere ed a disciplinare l'uso di strumenti finalizzati alla consulenza "automatizzata", venendo in rilievo, anche in ipotesi di utilizzo dei menzionati *tools*, gli indirizzi interpretativi ed applicativi resi in via generale dai *Regulators* in tema di *disclosure*, profilatura della clientela, test di adeguatezza, *record-keeping obligation* ecc.<sup>7</sup>

In realtà IOSCO nel proprio *Report on the Social Media and Automation of Advice Tools Surveys* del luglio 2014, ha avuto il pregio di far emergere alcune criticità, rilevate dai *Regulators*, legate alla prima operatività<sup>8</sup> degli strumenti di consulenza digitale, e di suggerire prime linee di intervento:

---

<sup>7</sup> L'Australian Securities & Investments Commission (ASIC) ha pubblicato, il 30 agosto 2016, una «*Regulatory guide*» in tema di *Providing digital financial product advice to retail clients* in cui sono fornite alcune indicazioni di dettaglio per i providers di *digital advice*.

FCA ha pubblicato, nel marzo 2016, la «*Financial Advice Market Review (FAMR)*» che annovera le nuove tecnologie e i modelli di consulenza automatizzata tra gli strumenti utili ad incentivare lo sviluppo di un mercato della consulenza finanziaria accessibile a tutti gli investitori; l'Autorità inglese ha altresì previsto la costituzione di una *advice unit* dedicata al supporto degli operatori che intendono sviluppare servizi di consulenza automatizzata.

<sup>8</sup> In particolare, le criticità rilevate dai *Regulators* ed analizzate nel Report IOSCO del 2014 afferiscono i seguenti profili, tutti indagati dal cennato Report:

- *l'uso degli strumenti di consulenza automatizzati viene qualificato come qualcosa di diverso dalla prestazione di un vero e proprio servizio di consulenza (ad esempio quale materiale promozionale)*

- *le informazioni sui clienti utilizzate ai fini delle valutazioni di adeguatezza non sono aggiornate regolarmente*

- *i clienti non forniscono i dati necessari affinché lo strumento automatico possa generare soluzioni di investimento adeguate*

- *i clienti, percependo di aver ricevuto un financial advice, privilegiano acquisti più rischiosi*

- *i conflitti di interesse tra l'intermediario ed i clienti possono inficiare anche gli algoritmi sottesi allo strumento automatico (prevedendo, ad esempio, l'erogazione di raccomandazioni volte a privilegiare i prodotti branded)*

- *l'applicazione delle regole di adeguatezza può essere distorta al fine di poter consigliare prodotti complessi o illiquidi*

- *i controlli interni tesi a sorvegliare l'uso di strumenti di consulenza automatizzati possono mancare o risultare poco significativi*

i) *Best practices per gli intermediari che offrono consulenza attraverso strumenti automatizzati (ad esempio, in tema di adeguatezza)*

ii) *Principi guida per la progettazione di strumenti automatici (integrità IT, registri e archiviazione dei dati, gestione dei potenziali rischi associati all'impiego di strumenti automatizzati e algoritmi di calcolo)*

iii) *Best practices per le Autorità di vigilanza, al fine di agevolare la condivisione delle esperienze in tema di regolamentazione, vigilanza e mappatura dei possibili rischi derivanti dalla diffusione di strumenti automatizzati*<sup>9</sup>.

Nel 2016, a completamento del proprio Report, IOSCO ha rilasciato un nuovo documento<sup>10</sup> nel quale, oltre a constatare il crescente utilizzo delle piattaforme digitali dedicate alla consulenza automatizzata, e ad analizzare il trend di sviluppo per gli anni a venire<sup>11</sup>, ha suggerito, ai *Regulators*, strategie di intervento, legate all'analisi degli algoritmi utilizzati dai *Robo*, al monitoraggio delle piattaforme (con sanzione immediata degli operatori sleali e/o in conflitto di interessi con terze parti), ed al controllo costante dei presidi di sicurezza informatica (*Cybersecurity*) allo scopo di limitare il rischio di falle di sistema e

---

•*l'informativa alla clientela sull'utilizzo di strumenti automatizzati può risultare assente o non adeguata.*

<sup>9</sup> In realtà IOSCO, nel Report di luglio 2014, al quale hanno contribuito 200 intermediari e 21 autorità di vigilanza (provenienti da 20 giurisdizioni diverse, inclusa l'Italia), ha limitato il proprio ambito di indagine alla risoluzione di alcuni quesiti afferenti:

- come vengono usati i *social media*
- come vengono impiegati gli strumenti di consulenza automatizzata
- come le Autorità monitorano l'uso di tali strumenti.

<sup>10</sup> Il Documento, denominato *FR15/2016 Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey* è consultabile, in versione integrale, su <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD552.pdf>.

<sup>11</sup> Secondo l'analisi condotta da Aite Aite Group, *Wealth Management Incumbents' Digital Strategies*, Sophie Louvel Schmitt; November 2015; 4., si legge nella parte conclusiva dell'Update: "*le iniziative triplicheranno, passando da \$ 4 miliardi nel 2015 a \$ 12 miliardi entro il 2019.21 Di conseguenza, il continuo sviluppo di strumenti automatizzati di consulenza sugli investimenti merita un monitoraggio costante comprendere il suo impatto sulla fornitura di consulenza sugli investimenti ai clienti al dettaglio.*



conseguente perdita, ovvero manipolazione, delle informazioni versate in piattaforma.

L'esigenza di un efficiente e costante monitoraggio dei fenomeni di innovazione finanziaria, nonché la convergenza nelle prassi di vigilanza e regolamentazione dei diversi Stati membri, è stata avvertita anche da EBA, ESMA e EIOPA nel *Discussion Paper on automation in financial advice* del 4 dicembre 2015. L'apporto è stato teso a:

ricostruire le principali caratteristiche dei *tools* utilizzati nel servizio di consulenza automatizzata;

fornire una valutazione preliminare dei benefici e dei rischi connessi alla diffusione di tale modello di servizio;

illustrare le prospettive di sviluppo di questo segmento di mercato<sup>88</sup>.

Similmente al *Report* dell'IOSCO, anche il DP delle ESAs, nell'effettuare la valutazione preliminare, pone l'accento sui rischi sottesi alla consulenza automatizzata, tracciando il perimetro di spazi di possibile intervento<sup>12</sup>.

I temi centrali individuati dagli intermediari e dai *Regulators* si riducono, sul piano normativo, a due quesiti: se possa considerarsi sufficiente (o meno), ai fini della migliore regolamentazione del fenomeno, l'attuale assetto disciplinare in buona parte armonizzato, ovvero se occorra, accanto alla realizzazione di manovre tese a rafforzare e ad affinare l'attività di vigilanza, innovare il tessuto normativo allo scopo di renderlo maggiormente adatto a rispondere alle nuove esigenze di tutela.

---

<sup>12</sup>I rischi per gli investitori secondo il DP delle ESAs, disponibile in [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc\\_2015\\_080\\_discussion\\_paper\\_on\\_automation\\_in\\_financial\\_advice.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2015_080_discussion_paper_on_automation_in_financial_advice.pdf), sono rintracciabili .

•*Possibili deficit cognitivi connessi al processo di raccolta ed elaborazione delle informazioni*

•*Ridotte possibilità di chiedere chiarimenti per colmare lacune informative delle piattaforme (anche in merito all'identità del fornitore del servizio responsabile di eventuali illeciti)*

•*Limitata comprensione delle modalità attraverso cui lo strumento utilizza ed elabora le informazioni ricevute e genera consigli personalizzati*

•*Malfunzionamento dello strumento automatico*

•*Errori nelle ipotesi e nelle stime poste alla base dell'algoritmo di riferimento*

•*Possibili violazioni informatiche dello strumento*

•*Scollamento strutturale e temporale tra le fasi di profilatura ed erogazione della raccomandazione e la fase di esecuzione ordini e/o trading.*

Stringendo l'analisi attorno ai centrali, e strumentalmente connessi, profili della valutazione dell'adeguatezza e del *Know Your Customer Rule* nell'ambito della Robo advice, pare opportuno procedere ad una disamina dell'attuale normativa, allo scopo di scorgerne eventuali spazi di inefficienza rispetto alla regolamentazione del fenomeno.

Come è noto, la «consulenza in materia di investimenti» si traduce normativamente nella “prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'impresa di investimento, riguardo ad una o più operazioni relative a strumenti finanziari” (art. 4 par. 4 Direttiva 2004/39/CE cd. MIFID).

Tale definizione non è stata modificata nell'ambito della Direttiva 2017/65/UE cd. MIFID II la quale, in aggiunta, ha disciplinato la consulenza su base indipendente; tale è quella in cui l'impresa di investimento:

a) valuta una congrua gamma di strumenti finanziari disponibili sul mercato, sufficientemente diversificati in termini di tipologia ed emittenti o fornitori di prodotti e non limitati agli strumenti finanziari emessi o forniti dall'impresa di investimento stessa, o da entità che hanno con essa stretti legami o da altre entità che hanno con l'impresa di investimento stretti legami o rapporti legali o economici - come un rapporto contrattuale - tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata<sup>13</sup>;

b) non accetta e trattiene onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari pagati o forniti da terzi o da una persona che agisce per conto di terzi in relazione alla prestazione del servizio ai clienti.

L'art.1 del TUF, definisce la consulenza come: “la prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell'intermediario, riguardo ad una o più operazioni

---

<sup>13</sup> Articolo 24 par. 7. Si veda in merito il Considerando n. 72 della MiFID II che recita “[...] Quando la consulenza è fornita su base indipendente, prima di formulare una raccomandazione personalizzata dovrebbe essere valutata una gamma sufficiente di prodotti offerti da diversi fornitori. Non è tuttavia necessario che il consulente valuti i prodotti di investimento disponibili sul mercato da parte di tutti i fornitori di prodotti o emittenti, ma la gamma di strumenti finanziari non dovrebbe essere limitata agli strumenti finanziari emessi o forniti da entità che hanno stretti legami con l'impresa di investimento o ogni altra relazione giuridica o economica, quale una relazione contrattuale, talmente stretta da essere potenzialmente in grado di compromettere la base indipendente della consulenza prestata”.

*relative a strumenti finanziari. La raccomandazione è personalizzata quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente. Una raccomandazione non è personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione”.*

L’operatività ha poi consentito di profilare i tratti della c.d. consulenza di base, erogata dagli operatori ai propri clienti in merito a singoli strumenti finanziari inseriti in un apposito catalogo, come attività finalizzata alla valutazione, da parte dell’Intermediario, dell’adeguatezza dei strumenti finanziari rispetto al profilo del cliente. Resta inteso che le raccomandazioni riguardanti informazioni e approfondimenti esclusivamente su determinati prodotti, devono, anche nel caso di consulenza “di base” essere calibrate in funzione del profilo del cliente emergente dalle dichiarazioni dello stesso, ottenute in sede di compilazione del questionario MIFID o che la banca possieda in altro modo.

Accanto a questa forma di servizio base col tempo si è parallelamente affermata un tipo di consulenza maggiormente avanzata; si tratta in questo caso di raccomandazioni che ricevono un compenso esplicito dal cliente tramite una commissione spesso annuale e omnicomprensiva di una serie di costi sostenuti nell’ambito della relazione commerciale tra banca e investitore, con la quale lo stesso riconosce all’operatore il valore aggiunto dei consigli espressi perché più personalizzati e riguardanti non più singoli strumenti finanziari ma l’intero portafoglio titoli del cliente.

La definizione dell’attività di consulenza non è stata, dunque, intaccata dalla Direttiva 2017/65/UE c.d. MiFID II la quale, invece, ha avuto il merito di riconoscere formalmente, e per tale via valorizzare, il servizio di consulenza prestato su base indipendente. Al riconoscimento è corrisposto il relativo statuto normativo.

Il valore aggiunto di tale servizio è evidente, in quanto permette di mettere a punto una strategia di investimento complessiva e di monitorarne l’andamento nel tempo anche dopo la vendita, concentrando quindi l’attenzione su una pluralità di strumenti diversificati in termini di rischio e orizzonte temporale.

Completano il quadro normativo in tema di consulenza le norme, di rango regolamentare, riferite alle regole di condotta cui soggiacciono gli intermediari nell’esercizio dell’attività consulenziale loro riservata.

La collocazione del fenomeno della *Robo advice* all'interno del contesto normativo e regolamentare vigente, risulta dipendente dal grado di "personalizzazione" della consulenza prestata dal Robot.

In altri termini, qualora l'algoritmo utilizzato dalla piattaforma presenti, in concreto, caratteristiche tali da consentire l'elaborazione delle informazioni ricevute dall'utente, ovvero reperite dal sistema, in modo tale da strutturare una raccomandazione effettivamente acconcia alla profilatura dell'investitore, la *Robo advice* potrebbe configurare l'effettuazione di una consulenza MiFID ancorché "di base", con applicazione della correlata disciplina.

Diversamente, qualora cioè la raccomandazione (*rectius* l'informazione) somministrata dal Robot risulti standardizzata, seppur latamente riferibile al profilo dell'utente (ma non personalizzata), potrebbero vedere l'applicazione, come esamineremo *infra*, nell'esigenza di evitare profili di deregolamentazione, altre forme di tutela dell'investitore rinvenibili nel T.U.F. quali a titolo esemplificativo l'art. 101 in materia di annunci pubblicitari, ovvero il compendio di norma di rango regolamentare poste a presidio della corretta informazione al pubblico.

Il riferimento compiuto dall'art. 1 del T.U.F. alla "personalizzazione" quale elemento caratterizzante l'attività riservata di consulenza, d'altro lato, non deve risultare ostativo rispetto al fatto che, almeno in potenza, una simile consulenza possa essere rilasciata da un Robot (e che possa e che debba dunque risultare assoggettata alla correlata disciplina); e ciò in quanto la norma, lungi dal precludere tale attività ad operatori telematici, si riferisce senz'altro alle caratteristiche della raccomandazione somministrata dal consulente, intesa quest'ultima come risultato di un processo di elaborazione cognitiva, con ogni probabilità replicabile dal Robot attraverso algoritmi di grado avanzato.

D'altronde occorre considerare che il servizio di consulenza finanziaria automatizzata si rivolge maggiormente ad utenti che operano abitualmente sul Web e che intravedono nella consulenza automatizzata, nelle varie forme in cui essa si declina, una implementazione, quasi naturale, della rosa dei servizi già offerti dalla rete.

Seppur facilitati nelle modalità di approccio alla piattaforma telematica, detti utenti trovano nelle comuni regole di condotta gravanti

sugli intermediari, un argine al cospetto di condotte potenzialmente abusive da parte degli operatori.

Gli intermediari, in funzione della classificazione della clientela e dei servizi prestati, hanno l'obbligo di attuare precise procedure tese all'acquisizioni di informazioni sui clienti, allo scopo di tratteggiarne una profilatura secondo informazioni acquisite mediante modelli standardizzati. Tra le regole generali di condotta degli intermediari, previste dalla direttiva MiFID, trovano applicazione, al momento della prestazione dei servizi di investimento, norme che comportano, a seconda della modularità dei servizi, l'obbligo di "valutazione di adeguatezza" o "valutazione di appropriatezza" ovvero "nessun obbligo di valutazione" (c.d. servizi *execution only*). Le procedure di valutazione, secondo gli standards di adeguatezza e di appropriatezza, hanno diverse caratteristiche ed un perimetro di applicazione diverso a seconda del servizio prestato e della categoria di investitori ai quali detti servizi sono offerti.

Ne consegue che quando l'intermediario effettua servizi ad alto valore aggiunto come la consulenza in materia di investimenti, il livello di approfondimento di conoscenza del cliente, ed il conseguenziale livello di tutela, debbono essere superiore rispetto agli altri servizi. Infatti l'intermediario deve disporre e ottenere delle informazioni necessarie in merito alle conoscenze e esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla situazione finanziaria e agli obiettivi di investimento, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari adatti al cliente o potenziale. Per tale servizio, al pari della gestione del portafoglio di investimento, è previsto il massimo di tutela dell'investitore rappresentato dal questionario di adeguatezza.

In definitiva la disciplina vigente<sup>14</sup>, avendo rafforzato ulteriormente i presidi di tutela per gli investitori, in particolare attraverso la previsione di misure di *product governance* e poteri di *product intervention*, nonché attraverso l'introduzione della consulenza

---

<sup>14</sup> La disciplina recata dalla Direttiva 2004/39/CE è stata, dunque, in parte trasfusa nella direttiva 2014/65/UE (cd. MiFID II), recepita dal nostro Ordinamento mediante il Decreto Legislativo 3 Agosto 2017, N. 129 e in parte sostituita dal regolamento (UE) n. 600/2014 (cd. MiFIR). Con successivi atti - direttiva 2016/1034/UE e regolamento (UE) 2016/1033 in applicazione dal 3 gennaio 2018.

indipendente e la riduzione dell'ambito di applicazione dell'*execution only*, impedisce che l'intermediario possa svolgere attività di consulenza personalizzata, e ciò anche nelle forme di *robo-advice*, senza una previa specifica e approfondita conoscenza del cliente.

Tuttavia, nel caso di consulenza generalizzata, pertanto non suscettibile sotto la fattispecie dell'attività riservata, valgono regole diverse, che, poste in ogni caso a presidio degli interessi dell'investitore, configurano un argine di grado deteriore, vista la diversa natura del servizio<sup>15</sup>.

Possono allora delinearci tre tipi di consulenza, ancorché declinate nelle forme della *Robo advice*: quella specifica, personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario e ad una operazione ben contestualizzata; quella generica, avente ad oggetto una tipologia di strumento finanziario, anziché uno specifico strumento finanziario; ed una consulenza di carattere generale, che può riguardare un singolo strumento finanziario e una singola operazione, ma è destinata alla diffusione tramite canali di distribuzione o alla comunicazione a un vasto pubblico.

Delle tre tipologie solo la consulenza del primo tipo è servizio d'investimento principale ai sensi della MiFID.

L'attività di consulenza che si traduca nel consiglio circa l'acquisto di una tipologia di strumento finanziario è considerata servizio accessorio, mentre la consulenza non personalizzata riguardante un singolo strumento finanziario, pur essendo indicata come consulenza generica, può essere considerata alla stregua di una mera attività promozionale.

L'attività di consulenza generica è quindi collocata in quell'attività di pre-vendita, promozione, contatto col cliente preparatoria alla prestazione del servizio d'investimento vero e proprio; oppure anche

---

<sup>15</sup> Il considerando n. 81 della Direttiva 2006/73/CE prevede che: “una consulenza generica in merito ad un tipo di strumento finanziario non è una consulenza in materia di investimenti ai fini della direttiva 2004/39/CE, in quanto la presente direttiva specifica che, ai fini della direttiva 2004/39/CE, la consulenza in materia di investimenti è limitata alla consulenza in merito a determinati strumenti finanziari. Tuttavia se l'impresa di investimento fornisce una consulenza generica ad un cliente in merito ad un tipo di strumento finanziario che essa presente come adatto per tale cliente (...) e tale consulenza non è in realtà adeguata per tale cliente (...) è probabile che tale impresa violi l'art. 19, paragrafo 1 o 2 della Direttiva 2004/39/CE”.

nel corso della prestazione del servizio d'investimento, compresa la stessa consulenza specifica, ma questo solo fatto non ne elimina la natura di consulenza generica. Non siamo quindi nell'ambito del servizio d'investimento, quanto al cospetto di un'attività preparatoria all'acquisizione del cliente o alla prestazione del servizio. Nel caso poi il servizio d'investimento sia effettivamente prestato, allora anche questa attività preparatoria rientra nel servizio d'investimento; qualora invece il servizio d'investimento o lo strumento o prodotto non vengano collocati, non si avrà la prestazione di alcun servizio d'investimento<sup>16</sup>.

Il distinguo che precede non è di poco conto, atteso che, almeno attualmente, la maggior parte dei *Robo* si presenta al pubblico come esercitante attività di mera consulenza generica.

Data le peculiarità del *Robo advice*, l'orientamento degli studiosi è stato, da subito, ad esaminare la concreta operatività delle richiamate regole di condotta, una volta calate nell'ambito di attività che si caratterizzano per l'interazione tra l'investitore ed un interlocutore non fisico, le cui modalità di approccio variano a seconda del grado di personalizzazione del servizio e della tipologia del modello di *Robo-Advisor* in concreto applicato.

## *2. Il tema della disintermediazione (umana) nel servizio di consulenza in materia di investimenti*

Come noto la Direttiva MiFID II, all'articolo 25, implementa l'obbligo di informarsi gravante sull'intermediario disponendo che, nel caso di consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio: *“l'impresa di investimento debba ottenere le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di tale persona di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa*

---

<sup>16</sup> Il successivo Considerando, n.82 della MiFID I, prevedeva che *“gli atti compiuti dall'impresa che siano preparatori alla prestazione di un servizio d'investimento o allo svolgimento di un'attività d'investimento devono essere considerati come parte integrante di tale servizio o attività. Tra tali atti rientra ad esempio la prestazione di consulenza generica da parte dell'impresa d'investimento a clienti o potenziali clienti prima o nel corso della prestazione di consulenza in materia di investimenti o di qualsiasi altro servizio o attività d'investimento.”*

*la sua tolleranza al rischio, per essere in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano in particolare adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite. [...]*”.

Altrettanto noto è l’approdo secondo il quale le imprese che si avvalgono di *un robo advice* sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nell’art.24 della Direttiva Mifid II, nonché a procedere alla valutazione dell’idoneità e dell’adeguatezza di cui al successivo art. 25.

Nel caso di *robo-advice* puro, a causa della sua peculiarità che è data dall’assenza dell’interazione umana diretta, l’acquisizione delle informazioni personali in applicazione della *know your customer rule* comporta il rischio che questa venga compromessa poiché si basa sul semplice affidamento dell’intermediario su di un questionario compilato online dal cliente.

Il rischio dell’acquisizione di informazioni insufficienti, non veritiere o dell’uso parziale o scorretto di queste richiede una doppia verifica: non solo quali informazioni vengono assunte e come, ma anche in che considerazione esse vengono tenute nell’individuazione del prodotto adatto al cliente nella fase successiva.

Dunque la gravità dei rischi legati al formulario iniziale dipende naturalmente da come esso è impostato, ma la natura scritta del medesimo e l’assenza di interazione umana non costituiscono a priori un ostacolo alla corretta acquisizione dei dati, posto che il questionario MiFID compare sempre in forma scritta anche nei servizi prestati in forma tradizionale.

Peraltro in relazione a tale questionario, l’evidenza empirica ha dimostrato che lo strumento fino ad ora utilizzato per indagare le caratteristiche del cliente è un modello con scarsa capacità di indagine sul reale profilo di rischio del cliente; per tale ragione MiFID II, nel tentativo di rimediare a tale carenza, impone ora un tipo di questionario con un approccio di tipo “*financial behavior*” per catturare le reali attitudini e conoscenze finanziarie del cliente<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Sul punto anche R.LENER nel “Commentario del Codice Civile” nella parte “*Dei singoli contratti Leggi Collegate - Vol. III*”, diretto da Gabrielli E, Utet Ed, Torino, 2020, dal titolo “*Robo - Advisor*”.



L'applicazione della direttiva MIFID, come già indicato, ha comportato la trasformazione del modello relazionale consulente – cliente anche sotto il profilo degli obblighi degli intermediari, avuto riguardo in primis a quelli informativi.

La MIFID II, nel perseguire le medesime finalità, è intervenuta anche essa sugli obblighi informativi dei prestatori dei servizi d'investimento nei confronti dei loro clienti.

Oltre agli aspetti pertinenti la *Know your customer rule* e la *Suitability rule*, la normativa europea e quella nazionale di recepimento hanno disciplinato nel dettaglio gli obblighi informativi degli intermediari abilitati, distinguendoli in relazione al momento di svolgimento della relazione con il cliente / potenziale cliente e graduandoli in relazione alla qualificazione di quest'ultimo quale cliente professionale, controparte qualificata o cliente al dettaglio e in relazione al servizio d'investimento prestato.

In particolare, sono stati stabiliti obblighi in relazione alle informazioni pubblicitarie, obblighi di informazione precontrattuale, obblighi inerenti la forma e il contenuto minimo dei contratti nonché obblighi di rendicontazione.

Rispetto ad essi, il *robo-advice*, *recte* le varie tipologie nelle quali si manifesta (*robo-advice* puro / *robo-advice* ibrido e *robo4advisor*) impongono alcune riflessioni.

La prima riguarda i presidi normativi tesi ad impedire eventuali fraintendimenti del cliente sull'attività offerta dal *robo-advisor*. Occorre rendere chiaro al cliente che entra in contatto tendenzialmente via web, con un sistema automatizzato se l'attività di consulenza da questo pubblicizzata / promossa, integri o meno un servizio d'investimento, come tale assoggettato alle regole di condotta e ai relativi presidi MIFID.

Tale indagine deve essere condotta a partire dagli elementi descrittivi esteriori del servizio, fino a scendere nelle concrete modalità di attuazione della consulenza attraverso l'esame: della raccolta e dell'elaborazione delle informazioni ricevute, qualità e capacità dell'algoritmo all'atto di selezionare le opzioni probabili (*output*), risultato del processo.

La problematica non è posta segnatamente dal fenomeno *robo-advice*, pur tuttavia da questo è esacerbata in considerazione della facile accessibilità e fruibilità degli strumenti informatizzati nonché dalla

rapidità del processo. La questione inerisce la fase precontrattuale della relazione con il potenziale cliente, e segnatamente riguarda la fase pubblicitaria / promozionale dell'attività.

Il secondo ordine di riflessioni consiste nella necessità di valutare con quali limiti le regole di trasparenza stabilite per il servizio di consulenza in materia di investimenti siano sufficienti ad assicurare, alla clientela *target* del *robo-advice*, un'adeguata comprensione dell'attività, dei potenziali rischi, dei diritti e degli obblighi nei confronti dell'*advisor*, e ciò pur in assenza o con limitate interazioni umane; in questo caso ad essere interessate sono tutte le fasi della relazione tra l'*advisor* e il cliente / potenziale cliente e la questione, a ben guardare, costituisce una porzione di quella più generale sussumibile nella domanda se il *financial robo-advice* implichi presidi informativi rafforzati .

I temi di cui sopra presuppongono una chiara delimitazione dei confini del “servizio di consulenza in materia di investimenti” quando una o più fasi della stessa sono automatizzate. Se come evidenziato nelle pagine che precedono il discrimine è rappresentato dalla personalizzazione della raccomandazione, oltre che dall'oggetto della stessa, qualora il *robo-advisor* fosse in grado di elaborare le informazioni ricevute in modo da strutturare una raccomandazione adeguata alla profilatura del cliente, a lui veicolandola come tale, il *robo-advice* configurerebbe una consulenza in materia di investimenti, eventualmente “di base”. Diversamente ove la raccomandazione veicolata dal *robo-advisor* dovesse risultare standardizzata o non propriamente personalizzata anche se latamente riferibile al profilo dell'investitore.

Con riferimento al primo tema, appare rilevante anche la qualifica del prestatore dell'attività di *robo-advice*, *recte* l'essere o meno lo stesso un soggetto abilitato alla prestazione di servizi d'investimento - anche diversi dalla consulenza in materia di investimenti - o un consulente finanziario (autonomo). Infatti, nel caso in cui l'attività di consulenza automatizzata sia riconducibile ad un soggetto abilitato o a un consulente finanziario questi è tenuto ad osservare le prescrizioni della normativa speciale in materia di trasparenza.

Tali disposizioni prevedono che siano fornite a tutti i clienti, indipendentemente dalla loro qualifica, informazioni appropriate a comprendere la natura del servizio d'investimento e del tipo specifico

di strumenti finanziari interessati nonché i rischi ad essi connessi affinché i clienti possano prendere decisioni consapevoli di investimento; le stese stabiliscono che tali informazioni debbano riferirsi all'impresa di investimento e ai relativi servizi, agli strumenti finanziari e alle strategie di investimento (inclusi orientamenti e avvertenze sui rischi associati), alle sedi di negoziazione e ai costi ed oneri connessi .

Il Regolamento Intermediari - che stabilisce le condizioni affinché le informazioni e le comunicazioni di marketing e promozionali fornite ai clienti possano dirsi corrette, chiare e non fuorvianti - sia l'art. 44 del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 stabiliscono i presidi necessari e sufficienti affinché i clienti siano in grado di comprendere il contenuto delle informazioni pubblicitarie e di marketing a loro indirizzate.

Con ogni probabilità la corretta misurazione del fenomeno dovrà passare per lo studio dell'algoritmo utilizzato dagli operatori, allo scopo di tracciare un contenuto minimo di variabili adatte alla personalizzazione della consulenza, affinché, ove ne ricorrano i presupposti, l'attività possa essere assoggettata alla relativa disciplina.

Poiché tali conseguenze potrebbero valere anche per la consulenza finanziaria automatizzata, ne consegue che il soggetto che si serve del *robo advisor* per prestare la consulenza automatizzata potrebbe esser tenuto a rispondere direttamente nei confronti del cliente dei danni subiti da quest'ultimo, anche nel caso in cui si accertino difetti di profilatura derivanti da malfunzionamenti del software: è il principio della c.d. "neutralità tecnologica", in ossequio al quale la responsabilità dell'intermediario deve essere ricostruita alla stregua delle regole di condotta che si applicano a prescindere dalla frapposizione dello strumento tecnologico.

Ciò discende dall'art. 54, comma 1 del Regolamento delegato (UE) 2017/565, ai sensi del quale *"quando i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio sono prestati totalmente o in parte attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità di eseguire la valutazione dell'idoneità compete all'impresa di investimento che presta il servizio e non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di negoziazione"*.

La responsabilità diretta dell'intermediario nei confronti dell'investitore sussiste dunque sia nel caso in cui il prestatore del

servizio abbia sviluppato *in house* l'algoritmo, sia nel caso in cui utilizzi un algoritmo acquistato da un soggetto terzo.

Infatti, secondo l'art. 31, comma 1 del Regolamento delegato (UE) 2017/565: “*le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE*”.

Le anomalie potrebbero condurre l'utente a concludere investimenti che altrimenti non avrebbe eseguito se adeguatamente informato o avvisato dal software perfettamente funzionante o correttamente utilizzato. Le disposizioni contenute nell'articolo 25 di MiFID II, rivolgendosi alle società che offrono consulenza in materia di investimenti o gestione di portafoglio, risultano centrali per una corretta esecuzione del servizio di *robo-Advice*; sempre che la consulenza automatizzata in concreto prestata sia effettivamente suscettibile, per il grado di effettiva personalizzazione della raccomandazione, e per le modalità attraverso le quali tale consulenza si esplica, sotto il modello della consulenza personalizzata.

In tal caso, le regole di condotta obbligano gli operatori che effettuano che prestano consulenza personalizzata, ad effettuare il “*suitability assessment*”, ovvero la valutazione dell'idoneità del portafoglio offerto al cliente, prima di fornire qualsiasi consiglio finanziario o servizi di asset management<sup>18</sup>.

Nella cornice normativa brevemente delineata, si inserisce il Regolamento (EU) 2019/2088<sup>19</sup>, che stabilisce regole armonizzate su

---

<sup>18</sup> Per compiuta disamina PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA*, cit., 5. I rischi legati a una consulenza inadeguata sono stati evidenziati sia nel *report* delle ESAs (cfr. *Final Report on automation financial advice*, sub 180), sia nel sondaggio della IOSCO (cfr. *Update to the Report on the IOSCO Automated Advice Tools Survey. Final Report*, sub 176).

<sup>19</sup> Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, in GUUE L317/1 del 9.12.2019. Il regolamento è importante perché contiene una definizione di “investimento sostenibile” (art. 2, 17) e perché impone norme comuni a diverse categorie di operatori finanziari sulla divulgazione di informazioni sui temi di sostenibilità.

Gli operatori e i consulenti finanziari devono comunicare dati su come tengono in considerazione i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) a due livelli: 1) nei processi che seguono per prendere le decisioni d'investimento e 2) in tutti i prodotti finanziari che vendono sui mercati dell'Unione Europea.

come i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari dovrebbero integrare i rischi e le opportunità ambientali, sociali o di governance nei loro processi decisionali<sup>20</sup> come parte del loro dovere di agire nel migliore interesse dei clienti<sup>21</sup>.

### 3. *Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile*

Le considerazioni che precedono, valide a prescindere dalla presenza o meno dell'interazione umana nell'ambito della consulenza, suggeriscono, nel caso di *Robo Advice*, un'attenta analisi dei temi legati alla gestione ed alla elaborazione dei dati incamerati dalla piattaforma.

L'assunto secondo il quale nella ipotesi di consulenza digitale personalizzata "MiFID", nelle sue varie ed eterogenee declinazioni, possano valere le medesime regole applicabili alla consulenza tradizionale, può reggere a patto di rendere sorvegliabili le concrete modalità di funzionamento dell'algoritmo utilizzato dal robot nei vari livelli dell'interlocuzione con l'utente, di fornire una corretta informativa riguardo la circostanza che la raccomandazione è generata dalla IA e di presidiare alcuni fronti, forse non immediatamente tutelabili attraverso le regole comuni<sup>22</sup>. Sullo sfondo è poi sempre necessario valutare l'effettiva personalizzazione della consulenza, quale pre-requisito necessario per poter ostentare, nei confronti del pubblico, la prestazione di una consulenza MiFID da parte dell'operatore.

Ciò detto, nell'ambito di una più ampia rilettura della regolamentazione finanziaria, sempre più ispirata alle finalità di incentivare il perseguimento degli obiettivi legati ad uno sviluppo sostenibile ed all'accrescimento della cultura finanziaria, il principio della "neutralità tecnologica" deve compenetrarsi con le esigenze specifiche scandite da un contesto in evoluzione.

---

<sup>20</sup> Sul punto si veda F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e sostenibilità economica*, in *Riv. elettronica di Diritto, Economia, Management*, 2,2020.

<sup>21</sup> Per approfonditi spunti Cfr. R. LENER- P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2023.

<sup>22</sup> Su questi temi R. LENER N. LINCIAO, P. SOCCORSO, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti*, *Quaderno fintech Consob*, n. 3, 2019.

Tenuto conto della funzione alla quale dovrebbero tendere i *roboadvice*, ovvero: “*ad un tentativo di democratizzazione del servizio di consulenza, sorretto dal duplice obiettivo di ampliarne la platea dei destinatari e di favorire l’inclusione finanziaria di soggetti considerati unbanked*”<sup>23</sup>, occorrerà mantenere un approccio positivo alla regolamentazione del settore,<sup>24</sup> mediante proposte che possano assicurare l’applicazione delle norme in tema di informazione e protezione del consumatore<sup>25</sup>, anche a fini della più spendibile educazione finanziaria.

In tal senso l’attività di consulenza, tanto più se privata del rassicurante elemento legato dell’interazione umana, ha un ruolo fondamentale, trattandosi del servizio di investimento a più alta potenzialità “indirizzatoria”.

Come già affermato *supra* in tema di regolamentazione, seppur non si renda indispensabile l’emanazione di normative specifiche per regolare il fenomeno, si ravvisa comunque l’utilità di strumenti in grado di guidare gli operatori nella predisposizione di un assetto dei servizi

---

<sup>23</sup> Cfr. M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata, in Fintech, cit.*, 129. L’Autore rimanda all’ *European Savings and Retail Banking Group, response to ESA Discussion Paper automation in Financial Advice- JC 2015,080*. L’Esbg conferma e ribadisce tale funzione in *ESBG’s reflections on the Commission FinTech Action Plan*, 22 giugno 2018, pag. 8 ove si sottolinea che “*AI and machine learning can increase accessibility to new segments of customers because it provides a better picture of the user’s needs. For instance, the use of AI in a robo-advisor model helps to reach younger customers with simple needs, or with small accounts that want to start to invest. In addition, from a cost efficiency perspective, it allows for a reduction of operational costs once the initial developments are amortized*”.

<sup>24</sup> Cfr. La consultazione pubblica, conclusasi nel mese di giugno 2017 “*FinTech: a more competitive and innovative European financial sector*”, reperibile sul sito istituzionale [www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/fintech\\_en](http://www.ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/fintech_en).

<sup>25</sup> Se sul versante europeo il dibattito appare quindi alle battute iniziali possiamo apprezzare come oltreoceano la riflessione sia più avanzata e si stiano sperimentando i primi strumenti per una regolamentazione di tali servizi", spiegano gli esperti. In proposito, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha recentemente emanato delle linee guida che si concentrano proprio sul tema delle *disclosure* nella consulenza finanziaria automatizzata. I fornitori di servizi di *robo-advising* sono tenuti a fornire ai consumatori informazioni: 1) sulla circostanza che la consulenza viene effettuata attraverso l’utilizzo di algoritmi; 2) sulle modalità di utilizzo dei dati dei clienti nel meccanismo decisionale e; 3) sui rischi connessi all’utilizzo di tali sistemi nell’ambito della consulenza finanziaria.

proposti nell’ottica della sostenibilità finanziaria, dell’incoraggiamento, rivolto al consumatore – investitore, ad assumere comportamenti consapevoli e, per ciò stesso, a realizzare le condizioni per una maggiore diffusione della cultura finanziaria<sup>26</sup>.

Richiamando quanto sopra detto in ordine ai diversi modelli di *Robo Advice*, e dunque del diverso grado di “pervasività” che può essere raggiunto da tali strumenti<sup>27</sup>, sul piano operativo la raccomandazione non potrà che scaturire da una profilazione maggiormente specifica e dettagliata, con necessità di raccogliere dati su precedenti investimenti effettuati dal richiedente, in modo da poterne ricostruire, partendo da dati empirici, il grado di esperienza e la tollerabilità del rischio, sempre nell’ottica della fornitura del servizio più virtuoso (e non anche, per forza, del migliore in termini di risultato)<sup>28</sup>.

Anche questa prospettiva sollecita la necessità di procedere ad un’attenta riflessione sul bilanciamento di contrapposti interessi, poiché dal punto di vista dei valori tutelati, si vanno sovrapponendo profili di tutela che coinvolgono, da un lato, l’interesse del consumatore – investitore a vedersi proporre il miglior investimento possibile e, dall’altro, quello dello stesso a veder ricostruiti con rigore la propria cultura e la propria attitudine finanziaria, attraverso (anche) lo studio del *financial behaviour*. Se è vero che tale contrapposizione emerge con forza anche nella consulenza personalizzata intermediata da un operato

---

<sup>26</sup> L’UE ha già compiuto progressi significativi verso un mercato dei servizi finanziari al dettaglio competitivo e sicuro a livello dell’Unione : tra di essi possono essere annoverati il diritto di accesso a livello UE a conti bancari di base, l’agevolazione della distribuzione transfrontaliera di assicurazioni e credito ipotecario, la protezione dei diritti dei consumatori nei contratti di credito al consumo e il miglioramento delle norme a tutela dei consumatori per investimenti in valori mobiliari, credito ipotecario e assicurazione.

Tuttavia molte di tali misure giuridiche sono piuttosto recenti, per cui non hanno ancora prodotto i loro pieni effetti. Il settore dei servizi finanziari è inoltre soggetto alle norme generali dell’UE in materia di tutela dei consumatori, che garantiscono un livello elevato di tutela dei consumatori in tutti i settori, in particolare in assenza di disposizioni specifiche di settore. Molte di tali norme sono in corso di valutazione nell’ambito del Programma di controllo dell’adeguatezza e dell’efficacia della regolamentazione (REFIT) della Commissione.

<sup>27</sup> Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Intermediari finanziari, investitori, mercati. Il recepimento della MiFID. Profili sistematici*, Padova, 2008, 21 ss.; *cit.*, 156.

<sup>28</sup> Sul punto R. LENER, *Intelligenza Artificiale e interazione umana nel robo-advice*, Riv.Trim.dir.ec., supplemento 3,2021.

umano, è anche vero che la sterilità dell'interazione con la piattaforma, può ingenerare un maggior rischio di *too fast click decision*<sup>29</sup>.

Come in altri settori di regolamentazione dovremmo, allora, auspicare che la necessaria concorrenza tra operatori inneschi un processo virtuoso e che non porti, invece, ad una pericolosissima *race to the bottom*: strada che non occorre percorrere, e che apparirebbe in contrasto anche rispetto all'impianto normativo delimitato dalla direttiva Mifid II, è quella della ricerca del prezzo sempre più basso che potrebbe condurre verso un deterioramento tanto della qualità dei servizi, quanto dei prodotti, e ciò anche in relazione al pericolo di ridurre i costi investimenti tesi a garantire il presidio dei *big data* incamerati dalle piattaforme<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> F. MATTASSOGLIO, *La profilazione dell'investitore op. cit.*, 233. Per questa ragione, l'ESMA invita le imprese che operano nel settore finanziario utilizzando lo strumento della consulenza tramite *Robo Advisor* a prevedere l'affiancamento di un "supporto umano" ai clienti per orientarsi meglio nella gestione automatizzata delle attività. Per sviluppare un tipo di servizio efficiente e orientato alle esigenze dei clienti le imprese sono tenute a raccogliere informazioni "aggiuntive" sulle preferenze circa i fattori ambientali e sociali, oltre che di governance. Si tratta di una prassi corretta che serve a stabilire un rapporto di fiducia con i clienti, al di là dell'automazione, che è comunque un processo da appoggiare e sostenere nel lungo termine. Ogni cliente ha necessità di sapere, ad esempio, in che modo vengono utilizzate le informazioni e i dati raccolti dall'impresa finanziaria, oppure gli esiti dei questionari compilati online e delle modalità di aggiornamento dei dati. Per una riflessione più ampia in termini di interferenza tra protezione dei dati individuali, trasparenza e informazioni necessarie per una scelta consapevole del consumatore, cfr. A. PEZZOLI, "With a little help of my friends": quale politica della concorrenza per l'economia digitale, in *Economia Italiana*, Le sfide dell'economia digitale, 1, 2019, 13 ss., Cfr. sul tema anche C. BUZZACCHI, *Tecnologia e protezione dei dati personali nella società dei big data. Problemi di profilazione e di garanzia della sicurezza pubblica*, in F. PIZZOLATO, P. COSTA. (a cura di), *Sicurezza e tecnologia*, Milano, 2017, 69.

<sup>30</sup> Il corretto equilibrio per assicurare un bilanciamento degli interessi potrebbe essere ravvisato nella applicazione del principio di proporzionalità richiamato tanto nel Regolamento 2016/679, sui dati personali, quanto nella direttiva Mifid II, a vantaggio del cliente tale principio dovrebbe essere declinato in maniera da assicurare che l'indagine sulle sue esigenze non si estenda oltre il necessario rispetto alle finalità di vendita di un prodotto finanziario e comunque non travalichi i limiti della tutela della privacy. Anche l'Esma nelle più volte richiamate *Guidelines*, ha evidenziato che le imprese, nel determinare quali informazioni siano necessarie, dovrebbero tenere conto dell'impatto che qualsiasi modifica significativa riguardante tali informazioni potrebbe avere sulla valutazione dell'adeguatezza.



Le considerazioni che precedono, se inducono ad utilizzare la massima attenzione all'atto di esaminare la concreta operatività del *Robo*, specie nelle fasi di profilazione del cliente e di successiva elaborazione dei dati, con conseguente necessità di assicurare la sorveglianza dell'algoritmo ed una corretta informativa<sup>31</sup>, suggeriscono una quantomai attenta analisi dei temi legati alla gestione dei *big data* ed alla *cybersicurezza*, siccome strettamente connessi alla sicurezza della piattaforma e, in definitiva, alla stessa sostenibilità dello strumento. Tutti risultati, questi ultimi, probabilmente non raggiungibili con la (sola) applicazione del principio di neutralità tecnologica.

---

<sup>31</sup> Tra gli obiettivi del Regolamento UE Artificial Intelligence Act (AI Act), sulla cui ossatura in data 9 dicembre 2023 la presidenza del Consiglio e i negoziatori del Parlamento europeo hanno raggiunto un accordo politico, vi è quello di istituire un quadro giuridico uniforme volto a regolare lo sviluppo, la commercializzazione e l'uso dei sistemi di IA, ovviamente, in conformità con i valori e i diritti dell'UE. Inoltre, i modelli di Intelligenza Artificiale generativa, come ChatGPT di OpenAI e Bard di Google, sarebbero autorizzati a operare a condizione che i loro *output* siano chiaramente etichettati come generati dall'IA.

Il sistema di IA è stato inquadrato dal testo – approvato dal Parlamento UE in data 14 giugno 2023, all' art. 3, come “*un sistema progettato per funzionare con elementi di autonomia e che, sulla base di dati e input forniti da macchine e/o dall'uomo, deduce come raggiungere una determinata serie di obiettivi avvalendosi di approcci di apprendimento automatico e/o basati sulla logica e sulla conoscenza, e produce output generati dal sistema quali contenuti, previsioni, raccomandazioni o decisioni, che influenzano gli ambienti con cui il sistema di IA interagisce*”.



## **Quando le piattaforme (anche social) incontrano la divulgazione finanziaria: appunti sparsi su “Fintok”, IA e funzioni di vigilanza**

**SOMMARIO:** 1. Premesse introduttive e inquadramento del problema. – 2. Fintok, “fin-influencing” e gli scenari della consulenza “social”. – 3. Gamestop, “democratizzazione” delle scelte di investimento e nuovi abusi di mercato “pandemici”: “poi non dite che non ve l’avevamo detto!”. – 4. *Influencer marketing*, *social network* e pubblicità occulta. Riflessioni a margine dei primi interventi dell’AGCM. – 5. Il quadro normativo in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario e le possibili applicazioni in ambito digitale. – 5.1. La disciplina europea e le disposizioni del Testo Unico della Finanza. – 5.2. Le condotte rilevanti nel mondo digitale declinate all’interno del Testo Unico della Finanza. – 5.3. La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte. – 6. È, quindi, possibile estendere l’attività di vigilanza ai *fin-Tokers* e ai social media? Spunti di ricostruzione e soluzioni applicative. – 6.1. DSA, codici di condotta, *trusted-flaggers* e meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie. – 6.2. Ancora sugli abusi di mercato e sulla criptica figura dell’“esperto”. – 7. Considerazioni conclusive.

### *1. Premesse introduttive e inquadramento del problema*

Nel contesto di mercato attuale caratterizzato dall’imporsi di *big data*, piattaforme, *social network*, il mondo del digitale sembra, ora, rappresentare la nuova frontiera della politica industriale. Al punto che il binomio tecnologie digitali/mercati finanziari è stato oggetto, nel corso degli ultimi anni, di una manualistica sconfinata che ha avuto il merito, anche grazie al contributo di autorevoli commentatori, di “squarciare il velo” su quel fenomeno eterogeneo ormai definito in maniera onnicomprensiva con il termine FinTech<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Non si indulgerà oltre sulla nozione di FinTech ma si darà per acquisito, a titolo di premessa, che, in ambito finanziario, le innovazioni tecnologiche e digitali si sono sempre accompagnate ad una frammentazione della catena del valore dei servizi finanziari (“unbundling”) e ad una successiva ricomposizione della stessa in nuove formule operative (“rebundling”), che possono trovare la loro chiave di lettura, da un canto, in una progressiva marginalizzazione o disintermediazione degli operatori tradizionali e, dall’altro, nella creazione di nuove ed inedite forme di intermediazione. Per una panoramica dei contributi sul punto, si rimanda, tra gli altri, a A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati*, in V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 1 ss.; G. LA SALA, *Intermediazione, disintermediazione, nuova*

---

*intermediazione: i problemi regolatori*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020, 3 ss.; R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA (a cura di),  *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, Torino, 2021, *ibidem*; M.T. PARACAMPO, *FinTech, evoluzioni tecnologiche e sfide per il settore bancario tra prospettive di cambiamento ed interventi regolamentari. Fenomenologia di un processo in fieri*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, vol. II, Torino, 2021, 15 ss.; R. LENER, *Sviluppo del Fintech e trasformazioni dei mercati*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2021, 378 ss.; A. GENOVESE, V. FALCE (a cura di), *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, in Consob, *Quaderni FinTech*, n. 8, 2021; P. CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, III, 603 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Riv. reg. mercati*, 2018, II, 244 ss.; F. CIRAIOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. n. 4/2022, 342 ss.; V. FALCE, A. SCIARRONE ALIBRANDI, F. ANNUNZIATA, M. RABITTI, M. SIRI, *Intelligenza artificiale e FinTech*, in F. DONATI, A. PAJNO, A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione? Amministrazione, responsabilità, giurisdizione*, vol. III, Bologna, 2022; V. FALCE, *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021; G. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contr. impr.*, 2019, II, 377 ss. Nella dottrina straniera, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, D.A. ZETSCHKE, *FinTech and the Four Horsemen of the Apocalypse*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2022/49, UNSW Law Research Paper No. 22-30, September 2022; R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, D.A. ZETSCHKE, E. SELGA, *The Dark Side of Digital Financial Transformation: The new Risks of FinTech and the Rise of RegTech*, in *EBI (European Banking Institute), Working Paper Series*, n. 54, 2019, 1 ss.; T.C.W. LIN, *Artificial intelligence, finance, and the law*, in *Fordham Law Rev.*, Vol. 88, Issue 2, 531 ss. A livello domestico, un recente intervento legislativo ha, poi, completato e definito il quadro normativo oggi applicabile in Italia alle "cripto-attività": il decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, (c.d. "Decreto Fintech") "recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech", è stato convertito in legge n. 52/2023 e pubblicato sulla G.U. n. 112/2023 del 15 maggio 2023. Dal punto di vista dei contributi "istituzionali", si veda l'Expert Group on Regulatory Obstacles to Financial Innovation ("ROFIEG"), istituito dalla Commissione europea nel 2018 per accertare l'idoneità del quadro giuridico e normativo dell'Unione europea al fine di permettere lo sviluppo del FinTech, che raccomandava l'adozione di una serie di misure incentrate su quattro macro-aree: a) la gestione dei rischi legati all'utilizzo di tecnologie innovative come l'intelligenza artificiale e la tecnologia di contabilità distribuita ("distributed ledger technology – DLT"), rischi da affrontare in una prospettiva fortemente trasversale e non limitata al settore finanziario; b) la riduzione della frammentazione nel mercato unico digitale e la conseguente armonizzazione della normativa a livello UE, al fine di garantire parità di condizioni ai diversi operatori del settore finanziario nell'utilizzo

Tale scenario, oltre a spingere gli intermediari “tradizionali” ad un ripensamento (se non una vera e propria conversione) dei propri *business models*, pone delicate questioni interpretative e applicative dal punto di vista della regolazione (oltre che della supervisione), che impongono una riflessione aggiuntiva sul *se* e *come* regolare tali nuove attività, *chi* le deve regolare (interrogativo che acquista il carattere dell’urgenza se solo si considera la marcata dimensione transnazionale dei mercati finanziari e la complessità del sistema di produzione delle fonti in ambito finanziario) e *quando* regolarle (stante l’imperativo di non frenare sul nascere l’innovazione imponendo prematuri vincoli normativi/regolatori).

Tale stato di cose solleva, quindi, la questione delle regole e, per questi motivi, la Commissione europea guidata da Ursula Von der Leyen ha avviato una grande stagione riformatrice nel tentativo di regolare per la prima volta un fenomeno che non era mai stato regolato, quella “prateria del nuovo mondo” finora accompagnata non dall’assenza di regole, ma da regole selettive espressione dell’autonomia di attori privati<sup>2</sup>.

---

delle nuove tecnologie; c) l’adeguamento del quadro normativo dell’UE per facilitare l’innovazione digitale attraverso il contemperamento tra le opportunità offerte dal FinTech e la protezione dei dati; d) la valutazione del potenziale impatto della Fintech sui consumatori, sia dal punto di vista dell’inclusione finanziaria che dell’uso etico dei dati.

<sup>2</sup> L’assunto di base è che le regole disegnate per governare il vecchio mercato non paiono più adeguate a mitigare i rischi derivanti, ad esempio, dall’uso di algoritmi predittivi o di apprendimento automatico. E le regole private, decise dalle grandi piattaforme, frutto di autoregolamentazione, in risposta al proprio modello di *business* e ai propri codici di condotta, non soddisfano la neutralità dell’offerta e della domanda, perché sono selettive (vale a dire, spingono o rendono più facile la fruizione di alcuni contenuti rispetto ad altri). Tale percorso di riforma non nasce certo di recente, ma parte da lontano con una certa gradualità, prendendo le mosse, circa dieci anni or sono, dalla pubblicazione della prima di una serie di comunicazioni della Commissione europea incentrate sul valore dei dati, in funzione dell’avvio del futuro mercato unico dei dati, si snoda, poi, attraverso il rinnovato interesse per una disciplina *ad hoc* dell’intelligenza artificiale da parte delle istituzioni nazionali e delle istituzioni UE ed è culminato con una risposta forte in sede europea a seguito dell’adozione da parte della Commissione nel 2020 del celeberrimo pacchetto per la finanza digitale (c.d. “Digital Finance Package”), che prende atto delle varie applicazioni dell’innovazione tecnologica alla finanza in un’ottica di tutela dei consumatori e dei cittadini europei nella nuova economia dei dati e di protezione della stabilità del sistema finanziario. Per tenere traccia della molteplicità dei documenti

---

ufficiali, si veda U. VON DER LEYEN, *Un'Unione più ambiziosa. Il mio programma per l'Europa. Orientamenti politici per la prossima Commissione europea 2019-2024*, 16.7.2019; nonché Comunicazione della Commissione europea su “*L'intelligenza artificiale per l'Europa*”, COM(2018) 237 final, 25.4.2018; Comunicazione della Commissione europea, *Verso una florida economia basata sui dati*, COM(2014) 442 final del 2.7.2014. Si pongono in continuità anche le seguenti comunicazioni: “*Costruire un'economia dei dati europea*”, COM(2017) 9 final del 10.1.2017; “*Verso uno spazio comune europeo dei dati*”, COM(2018) 232; “*Strategia europea per i dati*”, COM(2020) 66 final, 19.2.2020. Si veda, inoltre, il Programma Strategico 

Intelligenza	Artificiale	2022-2024
--------------	-------------	-----------

 (<https://innovazione.gov.it/notizie/articoli/intelligenza-artificiale-l-italia-lancia-la-strategia-nazionale/>) e Commissione europea, proposta di Regolamento (UE) sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) del 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final. A questa proposta di regolamentazione si affianca, più recentemente, la proposta di Direttiva (UE) relativa all'adeguamento all'intelligenza artificiale delle norme in materia di responsabilità extracontrattuale (direttiva sulla responsabilità da intelligenza artificiale) del 28 settembre 2022, COM(2022) 496 final. Queste regole di armonizzazione delineano una concezione antropocentrica dell'intelligenza artificiale nel tentativo di collegare gli effetti prodotti sulla realtà esterna dai sistemi di AI all'uomo e, in particolare, a fornitori e utenti. Sulla proposta di Regolamento (UE) sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) del 21 aprile 2021, COM(2021) 206 final, si rinvia ai commenti di G. FINOCCHIARO, *La proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale: il modello basato sulla gestione del rischio*, in *Dir. inf.*, 2022, II, 303 ss.; G. RESTA, *Cosa c'è di 'europeo' nella proposta di Regolamento UE sull'intelligenza artificiale*, in *ivi*, 323 ss.; C. SCHEPISI, *Le “dimensioni” della regolazione dell'intelligenza artificiale nella proposta di regolamento della Commissione*, in *I Post di AISDUE* (aisdue.eu), IV, 2022, Sezione “Atti convegni AISDUE”, n. 16, 28 marzo 2022 Quaderni AISDUE, 330 ss.; F. DONATI, *Diritti fondamentali e algoritmi nella proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale*, in *Dir. Un. eur.*, 2021, III-IV, 453 ss.; G. ALPA, *Quale modello normativo europeo per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 2021, IV, 1003 ss.; G. CONTALDI, *Intelligenza artificiale e dati personali*, in *Ord. int. dir. um.*, 2021, V, 1193 ss.; T.E. FROSINI, *L'orizzonte giuridico dell'intelligenza artificiale*, in *Dir. inf.*, 2022, I, 12; C. CASONATO, B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento della Commissione UE in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw Journal – Rivista di BioDiritto* (biodiritto.org), 2021, III, 415 ss.; G. PROIETTI, *Intelligenza artificiale: una prima analisi della proposta di regolamento europeo*, in questa *Rivista*, maggio 2021. Al testo iniziale ha fatto seguito l'orientamento generale del Consiglio dell'Unione europea sulla proposta del 6 dicembre 2022, costituente tuttora la base dei preparativi per i negoziati con il Parlamento europeo. I pilastri del Digital Finance Package sono noti. Ne fanno parte due strategie, una per la finanza digitale Digital Finance Strategy designata per sostenere la finanza *data-driven*, una per i pagamenti al dettaglio (Retail Payments Strategy for the EU). Nonché due proposte di regolamento, una dedicata ad un quadro

Nuove regole, dunque, che rispondono a nuovi bisogni e che mirano a scongiurare nuovi scenari di incertezza: è un fatto, ad esempio, che l'attuale utilizzo di tecnologie di intelligenza artificiale stia già evidenziando la possibilità di amplificare taluni rischi già presenti nell'ecosistema finanziario e di generare nuovi potenziali criticità, conducendo a risultati "discriminatori" a spese dei consumatori *retail*.

Sulla base di tali premesse, l'approccio di studio che si intende sviluppare in questo contributo muove dalla presenza di un nesso

---

normativo sulle cripto-attività e sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito (Regolamento MiCA), e una proposta di regolamento per un quadro normativo sulla resilienza operativa digitale nel sistema finanziario (DORA). Si veda Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 593 final 2020/0265(COD). In data 17.3.2022, il Parlamento europeo in seduta plenaria ha adottato la sua posizione sul fenomeno delle cripto-attività, intervenendo sulla proposta di regolamentazione: si veda Report on the proposal for a regulation of the european parliament and of the council on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, (COM(2020) 593 final-2020/0265(COD), A9-0052/2022. Più in generale, in data 24.11.2021, il Consiglio ha adottato un mandato a negoziare sul Regolamento MICA negoziale sull'accordo di partenariato economico. Il "trilogo" (il dialogo trilaterale tra i co-legislatori, tra Parlamento europeo, Consiglio e Commissione europea) è iniziato in data 31.3.2022 e si è concluso con un accordo provvisorio raggiunto il 30.6.2022. L'adozione formale del Regolamento MICA da parte del Consiglio si è perfezionata lo scorso 16.5.2023. Da ultimo, occorre citare anche Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 595 final 2020/0266(COD). Il Consiglio ha adottato un mandato a negoziare su DORA in data 24.11.2021. Il "trilogo" ha preso avvio lo scorso 25.1.2022 e si è concluso con un accordo provvisorio in data 10.5.2022. L'adozione finale da parte del Consiglio si è perfezionata lo scorso 28.11.2022. Si rimanda, per una prima analisi, a D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets regulation (MiCA) and the EU digital finance strategy*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, 2, 203; F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in questa *Rivista*, 15 ottobre 2020; F. MATTASOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-asset e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin?)*, in questa *Rivista*, 2021, II, 413 ss. Si veda, da ultimo, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE, Bruxelles, 24.9.2020 COM(2020) 591 final.

sempre più stretto (e che si andrà a consolidare ancor di più nel prossimo futuro) tra l'intelligenza artificiale, l'operatività delle c.d. piattaforme *social* e la tutela dei consumatori in ambito finanziario.

Diversi sono, quindi, i tasselli di un *puzzle* complesso, che necessita preliminarmente di un'analisi autonoma di un fenomeno socio-economico di recente emersione, come quello del c.d. "Fintok", vale a dire l'imporsi di uno spazio finanziario *social*, di natura globale, in cui, complice la pandemia da Covid-19, molti ragazzi e adolescenti hanno cominciato a interessarsi al mondo della finanza e degli investimenti, documentandosi sui *social* (che, in larga parte, sfuggono alla regolamentazione dei messaggi, delle comunicazioni e, in generale, dei doveri informativi sugli investimenti) anziché sui canali tradizionali.

Si introdurrà, in secondo luogo, una vicenda paradigmatica, il caso Gamestop, che ha mostrato quale potente arma di disturbo siano i *social media* per il regolare andamento del mercato finanziario soprattutto, grazie al ricorso a figure di richiamo mediatico, come gli *influencer*, che sono in grado di tramutare una campagna apparentemente sincera, che "parte dal basso" coinvolgendo investitori al dettaglio in una spirale di "manipolazione". Dopo aver richiamato la casistica dell'Autorità garante della concorrenza in materia di *influencer marketing* e pubblicità occulta, si tenterà, nel quinto paragrafo, di riannodare le fila della normativa in tema di manipolazioni informative del Testo Unico della Finanza per tentarne l'applicazione anche a soggetti non vigilati (i *fin-tokers* o i *fin-influencers*) nell'ambito di condotte poste in essere sui *social*. Da ultimo, nel sesto e settimo paragrafo, dinnanzi alla destrutturazione del sistema, si proporranno soluzioni alternative, ispirate dal nuovo pacchetto digitale di recente introduzione a livello europeo (e dal c.d. Digital Services Act in particolare).

La tesi di fondo di questo contributo è che i contenuti "FinTok" siano in grado di offrire una fonte di dati inedita e preziosa per identificare le tendenze emergenti del Fintech e i rischi associati per i consumatori, utilizzando i *fin-fluencers* come "piattaforme" di vigilanza e supervisione<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Per una lettura introduttiva, si veda D.A. ZETZSCHE, R.P. BUCKLEY, D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, *From Fintech to Techfin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, 14 N.Y.U. J.L. & BUS. 393 (2018).



Di contro, le legittime istanze di disintermediazione e “democratizzazione” della finanza celano il rischio che le decisioni di investimento possano essere adottate su basi tutt’altro che solide e che, da opportunità, si tramutino in messaggi pericolosi che, con promesse di facili guadagni, conducano a comportamenti speculativi e, in ultima istanza, nocivi sia per l’economia reale che per le finanze personali<sup>4</sup>.

## 2. *Fintok, “fin-influencing” e gli scenari della consulenza “social”*

Parallelamente a molti altri settori dell’economia, anche nel settore finanziario si è assistito negli ultimi anni a un crescente *trend* di adozione di sistemi e tecniche di intelligenza artificiale, anche grazie all’abbondanza di dati disponibili e all’aumento delle capacità di calcolo<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Con l’Indagine sull’Alfabetizzazione e le Competenze Finanziarie degli Italiani (IACOPI) del 2020, la Banca d’Italia ha certificato la posizione di ritardo dell’Italia nel confronto internazionale con riguardo al livello di alfabetizzazione finanziaria della popolazione (si veda G. D’ALESSIO, R. DE BONIS, A. NERI E C. RAMPAZZI, *L’alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell’indagine della Banca d’Italia del 2020*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), Numero 588 – Dicembre 2020). Le stesse istanze sono presenti nella OECD Recommendation on Financial Literacy (OECD/LEGAL/0461 adottata in data 29 ottobre 2020) in cui si sostiene che più della metà della popolazione europea non ha basi finanziarie. Sul tema diverso – ma collegato – delle cripto-attività, diverse sono state, negli ultimi anni, le prese di posizione delle Autorità a tutela dei consumatori e specialmente la Banca d’Italia, in linea con gli orientamenti espressi dagli organismi internazionali (FSB, FATF) e le tre autorità di supervisione europee (EBA, ESMA, EIOPA, le c.d. ESAs), ha pubblicato, a partire dal 2015, diverse avvertenze agli utilizzatori e agli intermediari vigilati relativi alle cripto-attività: Banca d’Italia - Avvertenza sull’utilizzo delle cosiddette “valute virtuali” (gennaio 2015); Banca d’Italia - Avvertenza per i consumatori sui rischi delle valute virtuali da parte delle Autorità europee (marzo 2018); Consob e Banca d’Italia mettono in guardia contro i rischi insiti nelle cripto-attività (aprile 2021). Le ESAs hanno di recente pubblicato “EU financial regulators warn consumers on the risks of crypto-assets” (marzo 2022).

<sup>5</sup> OECD, *Personal Data Use in Financial Services and the Role of Financial Education: A Consumer-Centric Analysis*, in *oecd.org*, 2020 e, con riguardo agli ultimi sviluppi a livello internazionale, si rimanda a E. FEYEN, H. NATARAJAN, M. SAAL, *FinTech and the future of finance. Markets and policy implication*, The World Bank Group, 2023, *documents.worldbank.org*, nonché E. FEYEN, J. FROST, L. GAMBACORTA, H. NATARAJAN, M. SAAL, *Fintech and the Digital Transformation of Financial Services: Implications for Market Structure and Public Policy. Fintech and the Future of Finance, Flagship Technical Note*, in *documents.worldbank.org*, 2022.

In particolare, tecniche di intelligenza artificiale vengono sempre più utilizzate all'interno dell'ecosistema finanziario (specialmente nel settore *retail*). Le applicazioni maggiormente interessate sono i prodotti su misura, le *chatbot* per il servizio clienti, il *credit scoring* e i processi decisionali di concessione del credito<sup>6</sup>, l'antiriciclaggio, il monitoraggio e il rilevamento delle frodi, il servizio clienti, la *sentiment analysis*, l'*asset management* (come, per esempio, il *robo-advice*, la gestione delle strategie di portafoglio, il *risk management*), il *trading* (*trading* algoritmico AI-driven, ottimizzazione dei processi, *back-office*), e le assicurazioni (*robo-consulenza*, gestione sinistri)<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Ad esempio, limitatamente alla diffusione dei sistemi di intelligenza artificiale e di *machine learning* nel *credit scoring*, si rinvia ai risultati di un sondaggio, riportati in Aa.Vv., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, Questioni di Economia e Finanza, Occasional Papers, Banca d'Italia, n. 721, ottobre 2022, nonché alle osservazioni *inter alia* di M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in questa *Rivista*, 2023, I, 175 ss.; F. MATTOSOGGIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banca*, 2020, II, 187 ss.; G.L. GRECO, *Credit scoring 5.0 tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, Suppl. n. 3, 2021, 74 ss., in part. 93-95. In un momento iniziale, la proposta di Regolamento UE in materia di intelligenza artificiale ha classificato soltanto i sistemi di *credit scoring* quali i sistemi di AI "ad alto rischio" (All. III, punto 5, lett. b) in quanto insistono su servizi privati essenziali e possono perpetuare discriminazioni fondate su origini razziali o etniche, disabilità, età o orientamento sessuale. Il successivo testo di compromesso ha aggiunto nell'ambito del settore n. 5 di accesso a prestazioni e servizi pubblici e a servizi privati essenziali e fruizione degli stessi, alla lett. b), i sistemi di AI destinati ad essere utilizzati a fini assicurativi, ovvero i sistemi per la determinazione dei premi, la sottoscrizione e la valutazione dei sinistri. Tuttavia, considerato il carattere flessibile della proposta, è presumibile ed auspicabile che il perimetro di applicazione dell'intelligenza artificiale ai servizi finanziari possa essere esteso a: a) *portfolio construction and rebalancing*, b) *roboadvice* e altre forme di AI nella consulenza, c) *trading*, d) *credit rating and risk management*, e) *ESG (rating provision, analyses by third-party providers to the benefits of ESG funds, ...)* f) *Shareholders voting process*.

<sup>7</sup> Sul tema, si rinvia a R. GHETTI, *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 540 ss.; M.T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, Suppl. 1, 2016, IV, 256 ss.; F. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econ. (fondazionecapriglione.luiss.it)*, 2018, III, 253 ss.; F. MATTASSOGGIO,

Fin dai primi tempi della loro introduzione, l'adozione di tecniche di intelligenza artificiale nella finanza si è rivelata in grado di generare processi comparativamente più efficienti, riducendo i c.d. "costi di attrito" (come, ad esempio, commissioni e *fee* relative all'esecuzione delle transazioni) e migliorando i livelli di produttività, con ciò conducendo a maggiori livelli di redditività. Peraltro, le applicazioni di intelligenza artificiale per la fornitura di servizi finanziari hanno anche dimostrato di poter migliorare la qualità dei servizi e dei prodotti offerti ai consumatori finanziari, aumentandone la personalizzazione e diversificandone l'offerta e favorendo un maggiore accesso al credito (in ragione della più agevole valutazione creditizia di clienti con storia limitata).

Ebbene, dinnanzi alla crescente tendenza ad adottare approcci alla regolamentazione finanziaria basati sui dati e alle molteplici istanze rivolte ai regolatori ad adattare il loro strumentario all'era digitale, si intende porre l'attenzione sull'analisi del contenuto dei *social media* come leva privilegiata per "decodificare" le abitudini di acquisto dei consumatori e colmare il *gap* "competitivo" e "informativo" dei regolatori con l'universo Fintech.

A chiunque abbia un minimo di familiarità con piattaforme *social*, quali Instagram, TikTok o YouTube, non saranno sfuggiti, infatti, negli ultimi anni (specialmente a partire dal 2020 in cui è scoppiata la pandemia da Covid-19), video o *reel* che trattano tematiche finanziarie, che spaziano dalle definizioni di azione, obbligazione ed Etf alle modalità con cui creare con i propri risparmi un piano di accumulo o un fondo pensione, il più delle volte provenienti da giovani *influencer* (*millennials* o, addirittura, appartenenti alla c.d. Generazione Z).

Tale fenomeno è definibile come "FinTok", con ciò riferendosi all'*hashtag* "#fintok" che spesso correda i contenuti finanziari su TikTok, la popolare piattaforma *social* di proprietà cinese all'interno della quale gli utenti possono caricare video brevi che coprono una vastissima gamma di categorie, dalla comicità ai video *tutorial*<sup>8</sup>.

---

*Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?*, Milano, 2018, *passim*.

<sup>8</sup> La definizione di Fintok si deve a un articolo del quotidiano britannico, The Guardian, dal titolo "FinTok: how TikTok is helping young people use cash wisely" del 10 luglio 2021 (e disponibile al seguente *link*: <https://www.theguardian.com/money/2021/jul/10/fintok-how-tiktok-is-helping->

Contenuti di tipo finanziario, dunque, provenienti da giovani *influencer* e destinati, specularmente, a un pubblico altrettanto giovane. Molte ricerche di mercato e sondaggi hanno, infatti, rilevato come la maggioranza dei consumatori della c.d. “Gen Z” o c.d. “Millennial” abbia ricercato consigli finanziari dai c.d. “fin-fluencer”<sup>9</sup> presenti nei vari social media, con la maggioranza delle ricerche polarizzatesi su TikTok o Instagram (dato, peraltro, coerente con la crescente popolarità di TikTok tra i giovanissimi)<sup>10</sup>.

### 3. *Gamestop, “democratizzazione” delle scelte di investimento e nuovi abusi di mercato “pandemici”: “poi non dite che non ve l’avevamo detto!”*

Si può dare, quindi, per acquisito un dato: in risposta all’ascesa del fenomeno del FinTok, gli operatori finanziari tradizionali si stanno rivolgendo (e guarderanno in futuro) sempre più verso TikTok e Instagram (tra gli altri)<sup>11</sup> per commercializzare i loro prodotti e servizi.

---

young-people-use-cash-wisely), che, per primo, ha posto all’attenzione generale del pubblico il merito di tale fenomeno. Si veda anche CHERYL WINOKUR MUNK, *TikTok Is the Place To Go for Financial Advice If You’re a Young Adult*, Wall St. J. (May 2, 2021), <https://www.wsj.com/articles/tiktok-financial-advice-11619822409>. Per un primo inquadramento del fenomeno, si rimanda a N. AGGARWAL, D. BONDY VALDOVINOS KAYE, C. K. ODINET, *#Fintok and Financial Regulation*, di prossima pubblicazione in *Arizona State Law Journal* e disponibile al link: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4216952](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4216952).

<sup>9</sup> Il documento ESMA, Final report on European Commission mandate on certain aspects relating to retail investor protection, ESMA 35-42-1227, 29 aprile 2022, p. 9 individua i fin-influencers come «*influencer generates content on financial topics such as investments*».

<sup>10</sup> Si rimanda alla ricerca di Credit Karma, riportata in N. AGGARWAL, D. BONDY VALDOVINOS KAYE, C. K. ODINET, op. cit., p. 335, secondo cui il 56% dei consumatori della c.d. “Gen Z” e dei “Millennial” ha ricercato consigli finanziari dai “finfluencer” presenti sui social media, con la maggioranza dei giovanissimi che ha cercato queste informazioni su TikTok (52%) o Instagram (57%). Si veda *See Gen Z Turns to TikTok and Instagram for Financial Advice and Actually Takes It, Study Finds*, CREDIT KARMA (July 13, 2021), rinvenibile al link: <https://www.creditkarma.com/about/commentary/gen-z-turns-to-tiktok-and-instagram-for-financial-advice-and-actually-takes-it-study-finds> [<https://perma.cc/3STH-33XP>].

<sup>11</sup> Oltre a TikTok e Instagram, altre piattaforme *social* e le bacheche virtuali come Reddit, Discord e StockTwits sono diventate *forum* centrali di discussione e

Un fenomeno – quello dell’impatto degli iscritti a questi forum di discussione e ai social media sulle dinamiche dei mercati finanziari – da non sottostimare, né, tantomeno, da “bollare” con sufficienza. Basti pensare, solo per fare un esempio, a quanto abbiamo assistito negli anni della crisi pandemica da Covid-19. Lo stato d’emergenza ha destabilizzato le (già incerte, dopo la crisi finanziaria del 2008) dinamiche del mercato finanziario provocando, nei giorni immediatamente successivi alle restrizioni dovute ai *lockdown*, significative incertezze nelle condotte degli investitori e una generale instabilità dei prezzi di negoziazione degli strumenti finanziari.

Una condizione di instabilità che si è riversata anche nelle scelte di investimento dei partecipanti al mercato, disvelando, così, una nuova prospettiva di indagine.

Si è fatto parola, infatti, di c.d. *gamification* del contratto di investimento, con ciò indicando la tendenza di giovani investitori, spesso *millennials*, con scarsa educazione finanziaria, ad utilizzare, in chiave ludica, le piattaforme di *trading online*, anche ad alta frequenza, per la negoziazione di strumenti finanziari, anche complessi, facendo, peraltro, leva sull’inesistenza di commissioni<sup>12</sup>.

Potremmo, apparentemente, ridurre questi fenomeni a inevitabili istanze di “democratizzazione dei mercati”<sup>13</sup>, con la partecipazione

---

coordinamento tra gli investitori *retail*. Con riguardo a TikTok, tale piattaforma, destinata a raggiungere un pubblico vasto e relativamente poco sofisticato dal punto di vista finanziario, si è caratterizzata per essere un ecosistema ampiamente non regolamentato per quanto riguarda i messaggi di tipo finanziario e ciò è risultato chiaro fin dalla pubblicazione di un primo articolo di Robert Farrington apparso su Forbes, “Personal Finance Influencers Are On TikTok, And It’s Awesome” (1 luglio 2020).

<sup>12</sup> Si veda, per un’introduzione al tema, E. RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, suppl. fasc. IV, 309 ss.; ID., *La “ludicizzazione” del contratto di investimento ed eccezione di gioco*, in *Diritto bancario. Approfondimenti*, giugno 2021, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it); P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull’evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, IV, 549 ss.; ID., *Negoziazioni ad alta frequenza tra olocrazia dell’algoritmo e gamification del contratto di investimento*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, suppl. fasc. III, 114 ss.

<sup>13</sup> In questi termini, si è espresso R. LENER, *Il paradigma dei nuovi settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. fasc. I, 193 ss. Di passaggio dalla «democrazia» alla «olocrazia» dell’algoritmo ha fatto

diretta dei piccoli investitori, facilitata anche dall'estrema accessibilità e facilità di utilizzo delle tecnologie. Ma, così facendo, non coglieremmo gli effetti “perversi” del fenomeno, culminato in manifestazioni inedite dell'abuso di mercato e oggetto di attenzione da parte dell'autorità di vigilanza “domestica”, europea e statunitense<sup>14</sup>.

Il riferimento è, in particolare, alle vicende sorte intorno alle azioni della società Gamestop Corporation<sup>15</sup>, operante nel settore della vendita di videogiochi, che, a seguito dell'inevitabile contrazione dell'attività commerciale causata dalla enorme diffusione dei videogiochi disponibili *online*, avevano visto una progressiva riduzione del valore di mercato, provocato anche dal significativo accumulo di posizioni corte nette da parte degli investitori istituzionali<sup>16</sup>. Ciononostante, nel

---

parola P. LUCANTONI, *Negoziazioni ad alta frequenza tra olocrazia dell' algoritmo e gamification del contratto di investimento*, cit., 117.

<sup>14</sup> Si rimanda a Securities and Exchange Commission (SEC), Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, October 14, 2021; CONSOB, Commissione Parlamentare di inchiesta sul Sistema bancario e finanziario, 25 maggio 2021; ESMA, Public Statement, Episodes of very high volatility in trading of certain stocks, 17 February 2021.

<sup>15</sup> In dottrina, si vedano i contributi sul tema di F. D'ALESSANDRO, *Il caso Gamestop: una tempesta perfetta mette in crisi lo statuto della manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. e Processo*, 2021, IX, 1234 ss.; C. PICCIAU, *Recenti spunti giurisprudenziali sulla frammentaria nozione di manipolazione del mercato*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, V, 1286 ss.; M. ARRIGONI, *La tutela dell'investitore alla luce del caso GameStop. Verso un nuovo regime per la prestazione dei servizi di investimento esecutivi*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2021, II, 949 ss.; P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, cit., 549 ss.

<sup>16</sup> Più nello specifico, a novembre 2020 un *hedge fund* trasmette, come di consueto, alla SEC il c.d. Form 13F, cioè il report trimestrale richiesto ai gestori di fondi con un valore di assets under management superiore a 100 milioni di dollari, dal quale risulta che è titolare di una o più opzioni put su 5.400.000 azioni GameStop, che rappresentano un valore complessivo di poco più di 55 milioni di dollari. In altre parole, il fondo speculativo comunica al mercato di detenere una posizione corta sul titolo GameStop. In una successiva audizione alla House Committee on Financial Services, il rappresentante del fondo dichiarerà che questo aveva cominciato ad assumere posizioni corte sulle azioni GameStop già a partire dal 2014. Nel corso di quel mese (novembre 2020) il titolo oscilla tra 10,75 e 16,56 dollari. Questi dati e i successivi sono estrapolati dalla sezione Market Data del The Wall Street Journal, consultabile al seguente *link*: [https://www.wsj.com/market-data?mod=nav\\_top\\_subsection](https://www.wsj.com/market-data?mod=nav_top_subsection). Per un'analisi accurata dei dati, si veda prioritariamente A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario*:

periodo di emergenza pandemica, si è assistito ad un'ondata di rialzi sul titolo in questione, "orchestrata" da numerosi piccoli investitori *retail* che, attraverso piattaforme *online* accessibili tramite *app* gratuite e di facile utilizzo, come Robinhood Markets Inc, hanno avuto accesso alle negoziazioni sul titolo. Un attivismo "animato" dalla diffusione tramite social media (in particolare tramite il forum WallStreetBets della piattaforma Reddit) di raccomandazioni di investimento, divenute "virali", da parte non già di consulenti di investimenti bensì investitori operanti sul mercato alla stregua di *influencer*.

---

*lezioni dal caso GameStop*, in *Riv. soc.*, I, 2023, 228 ss. Da un punto di vista generale, grazie al fortunato neologismo di *informational negative activism* la cui paternità si deve a B. BLISS, P. MOLK, F. PARTNOY, *Negative Activism*, University of Florida Levin Collage of Law, Legal Studies Research Paper Series no. 19-2019, si è sottolineato che, in linea di principio, l'investitore che assume una posizione c.d. lunga (ossia di acquisto e piena disponibilità dei titoli) genera un profitto nei casi di aumento del prezzo del mercato dei titoli stessi, potendo contare sulla successiva rivendita sul mercato secondario per lucrare la differenza tra prezzo originario di acquisto e il prezzo incrementato di vendita, mentre, al contrario, nei casi di short-selling, il guadagno dell'investitore che assume una posizione c.d. corta origina proprio dalla svalutazione del prezzo di mercato dei titoli, che permette il regolamento dell'operazione di vendita allo scoperto attraverso l'acquisto sul mercato dei titoli ad un prezzo inferiore. Ne consegue che lo short-seller opererebbe le scelte di investimento per pura speculazione o per copertura di posizioni lunghe nei medesimi titoli. Potremmo, quindi, sostenere che, in situazioni ordinarie, nelle ipotesi in cui il prezzo di mercato di un'azione sia sopravvalutato, l'attività degli *short-sellers*, quale forma qualificata di *informed traders* (di norma investitori istituzionali) contribuisca all'efficienza informativa del mercato, stimolando progressivi aggiustamenti del "valore di scambio" verso un valore "ottimale". In altre parole, il "pessimismo" che l'operazione in questione indirettamente esprime sull'andamento del titolo verrebbe a rappresentare, sotto il profilo dell'efficienza informativa, un'informazione rilevante sul titolo che si traduce in un aggiustamento, ancorché al ribasso, del titolo stesso. Di contro, le potenzialità eversive della tecnica di negoziazione descritta può condurre a scenari come quello descritto nel caso Gamestop, nel quale l'investitore al dettaglio, che nelle scelte di investimento sconta dissonanze cognitive nel processare le informazioni, seguendo gli aggiustamenti al ribasso del prezzo stimolati dagli *short-sellers*, addiuvato al disinvestimento della categoria delle azioni "*shortate*", mosso da un c.d. *herding behavior* e contribuendo così ad una spirale depressiva dei prezzi dei titoli in questione. Sul fenomeno dell'*informational negative activism*, si veda anche P. LUCANTONI, *Short-selling e crisi pandemica: la prospettiva regolatoria nel mercato azionario*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, I, 417 ss.

Nel caso specifico di Gamestop, passato agli “onori della cronaca” con la definizione di “meme stock” attribuita dalla SEC<sup>17</sup>, le azioni concordate di mercato svolte dai piccoli azionisti attraverso le piattaforme di negoziazione hanno, da un lato, contrastato la spinta ribassista inducendo un aumento del prezzo di mercato – che non trovava certo riscontro in un aumento del valore della Gamestop Corporation – e, dall’altro, hanno obbligato gli investitori istituzionali che operavano con le vendite allo scoperto sul titolo ad acquistare sul mercato le azioni per chiudere le posizioni “*shortate*”<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Securities and Exchange Commission, Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021, cit. Altri esempi di *meme stock* sono: (i) AMC Entertainment, una catena di cinema che è diventata popolare tra gli investitori sui social media nel gennaio 2021, anch’essa sulla base di una narrazione che riguardo a un gruppo di piccoli investitori intenzionati a “punire” gli hedge fund che avevano scommesso contro AMC, facendo salire artificialmente il prezzo delle azioni; (ii) BlackBerry, produttore di smartphone in declino che ha visto il suo prezzo delle azioni aumentare significativamente nel 2020 a seguito della diffusione di informazioni errate sui social media; quando le voci si sono rivelate infondate il prezzo è crollato. Sono stati successivamente considerati *meme stock* anche Bed Bath & Beyond Inc. (BBBY), Koss Corp. (KOSS), Vinco Ventures (BBIG), Support.com e Robinhood Markets Inc. (HOOD).

<sup>18</sup> Nel contributo di A. GUACCERO, *op. cit.*, 228 ss., è possibile ricostruire i vari passaggi. Verso la fine del 2020, sulla piattaforma social Reddit, in particolare sul c.d. subreddit denominato WallStreetBets, un forum online che conta ad oggi oltre 11 milioni di membri, viene lanciata una campagna contro il fondo e la sua strategia speculativa, riguardante oltre a GameStop anche alcuni altri titoli azionari quotati. Il prezzo di un’azione GameStop a dicembre 2020 oscilla tra un minimo di 12,72 e un massimo di 20,99 dollari mentre 2021 si apre con il titolo GameStop a 17,25 dollari. L’11 gennaio 2021, il consiglio di amministrazione di GameStop coopta tre nuovi amministratori, comunicando che faranno altresì parte della lista che sarà sottoposta agli azionisti nella successiva assemblea. Si tratta degli esponenti di un fondo di private investment, noto per essere un investitore attivista, nonché già uno dei principali azionisti di GameStop con circa 9 milioni di azioni. Il 12 gennaio il titolo passa da 19,95 a 31,40 dollari, crescendo di oltre il 50% in un giorno solo. Il 13 gennaio il prezzo di borsa si attesta a 39,91 dollari, raddoppiando nell’arco di due giorni. In pratica, è raddoppiato in due giorni. A partire da quella data, gli investitori individuali cominciano ad effettuare acquisti sempre crescenti, seguendo un trend che arriva fino alla fine di gennaio. Il fenomeno si spiega, almeno in parte, in ragione dell’effetto trainante di uno dei più noti esponenti del forum WallStreetBets — nel linguaggio contemporaneo, un *influencer* —, Keith Gill, un 34enne noto per pubblicare online, un giorno, guadagni nell’ordine di 20 milioni di dollari, seguiti, il giorno successivo, da perdite di 15 milioni di dollari, tutto asseritamente scaturite dai suoi investimenti in azioni GameStop e opzioni sulle stesse, effettuati per mezzo



Stando a questo quadro di sintesi, gli “insegnamenti” da trarre dal caso Gamestop sono molteplici. Proviamo ad elencarne alcuni. Innanzitutto, il capovolgimento della realtà empirica, che presentava l’investitore professionale come “statisticamente” infallibile e immune da qualunque pressione sulla fissazione del prezzo posta in essere da soggetti non professionali (e, quindi, non “centrali” in ragione della ridotta entità dei volumi movimentati).

La risposta si è avuta – e qui sta la seconda lezione – con la scalata dei *social network* nel mercato mondiale e lo sviluppo delle sue applicazioni nel mercato dei capitali. Il ricorso ai *social media* ha disvelato benefici inesplorati in termini di allineamento delle condotte di soggetti non “strutturati” e organizzati, che in passato non avrebbero agito o l’avrebbero fatto sulla base di indicazioni provenienti da un numero limitato di “professionisti”, tradizionalmente sottoposti alla supervisione dei regolatori. Un allargamento, dunque, della platea degli investitori al dettaglio, la cui condotta è sempre meno prevedibile,

---

di piattaforme di negoziazione online che tipicamente non addebitano commissioni all’investitore al dettaglio. Il 24 gennaio 2021 il prezzo delle azioni GameStop è nuovamente raddoppiato nell’arco di dieci giorni, arrivando a 76,79 dollari. Il giorno successivo registra un altro incremento di oltre il 90% a 147,98 dollari, finché il 26 gennaio l’imprenditore Elon Musk pubblica un tweet in cui, rinviando al forum WallStreetBets, incita ad un “GameStonk!”. Il risultato ultimo è che, alla chiusura del mercato quel giorno, il titolo raggiunge la quotazione più alta di 347,51 dollari, in sostanza raddoppiando per il terzo giorno consecutivo (salvo raggiungere picchi ancora più elevati nel corso delle contrattazioni, fino al prezzo di 483 dollari). Solo due giorni più tardi, il 28 gennaio, la più attiva delle piattaforme di online brokerage, Robinhood, tra le preferite dagli utenti di WallStreetBets, comunica di avere sostanzialmente bloccato gli acquisti di strumenti finanziari collegati a GameStop (oltre che a numerose altre azioni sottoposte a short selling) dai conti degli investitori retail. Il 1° febbraio 2021 il prezzo di chiusura del mercato scende a 90 dollari e il 3 febbraio tocca i 53,50 dollari. Da quel momento, salvo scendere fino a circa 40 dollari intorno alla metà del mese di febbraio, il prezzo dell’azione GameStop sale fino a circa 260 dollari intorno alla prima decade di marzo 2021 e si assesta, alla fine del 2021, a quasi 160 dollari: circa il 1000% in più rispetto all’inizio dell’anno. E ancora nel 2022, nel mese di luglio, quando viene annunciato un frazionamento azionario, il titolo viene quotato a circa 127 dollari. Si veda anche per alcune considerazioni di sintesi l’audizione del Segretario Generale della Consob, M. Antonietta Scopelliti, tenutasi in data 25 maggio 2021 dinnanzi alla Commissione parlamentare di inchiesta sul sistema bancario e finanziario con una relazione dal titolo: “Elementi informativi in merito alla vicenda Gamestop e all’impatto del trading on-line”, rinvenibile sul sito della Consob.

siccome influenzabile attraverso canali non ricompresi nel perimetro dell'attività di supervisione sui mercati. Il caso Gamestop si inserisce, quindi, in un processo di progressiva frammentazione della società americana ed estremizzazione del dibattito pubblico e ha tradotto in termini tecnici e per addetti ai lavori il conflitto ideologico (neanche tanto latente dopo la crisi del 2008 e a valle di fenomeni quali Occupy Wall Street del 2011) tra gli investitori istituzionali e il "popolo c.d. MainStreet", portatore di istanze confliggenti con quelle di WallStreet<sup>19</sup>.

D'altro canto, è ormai dato di realtà – e il caso Gamestop lo conferma – che all'evoluzione del FinTech, al cui interno dobbiamo ora aggiungere i *social media* quale punto di contatto tra investitori, debba corrispondere un progressivo consolidamento del RegTech e del SupTech<sup>20</sup>.

---

<sup>19</sup> J. MACEY, *Securities Regulation and Class Warfare*, in Colum. Bus. L. Rev., 2021, 802 ss. È quindi frequente il riferimento, nella narrativa della vicenda GameStop, all'immagine di Davide contro Golia, identificato in Wall Street.

<sup>20</sup> Si veda, per una bibliografia essenziale, A. PERRONE, *La nuova vigilanza Reg Tech e capitale umano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, IV, 516 ss.; V. COLAERT, «Computer says no». *Benefits and challenges of RegTech*, in I.H.Y. CHIU, G. DEIPENBROCK (a cura di), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, London-New York, 2021, 431 ss.; D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, J BARBERIS, *A FinTech and RegTech Overview: Where We Have Come from and Where We Are Going*, in IDD. (a cura di), *The RegTech Book*, Chichester, 2019; M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, cit., 451 ss. Secondo A. PERRONE, *op. cit.*, 516 ss., «[p]ur essendo riferibile a una pluralità di ambiti, l'espressione regulatory technology (RegTech) è abitualmente utilizzata per identificare l'applicazione della tecnologia all'attività di compliance e di vigilanza nel sistema finanziario. Con maggiore precisione, il termine risulta talora utilizzato con esclusivo riguardo all'attività di reporting e compliance da parte dei soggetti vigilati, valendo per l'attività di vigilanza delle competenti autorità la più puntuale espressione supervisory technology (SupTech). L'uso promiscuo del termine RegTech è, nondimeno, il più diffuso, così da essere giustificato il suo impiego con riferimento a entrambi i fenomeni».

#### 4. *Influencer marketing, social network e pubblicità occulta. Riflessioni a margine dei primi interventi dell'AGCM.*

Occorre, ora, allargare lo sguardo, discostandoci dal mondo delle scelte di investimento e della divulgazione strettamente finanziaria per chiederci se (e come) altre regolazioni e discipline settoriali hanno affrontato il rapporto tra divulgazione al pubblico e l'attività di soggetti a ciò non "istituzionalmente" autorizzati.

È già da tempo che la pervasività dei *social media* ha portato alla ribalta l'attività di soggetti, identificabili con il termine di "influencer"<sup>21</sup> (o anche "micro-influencer", "vlogger", "streamer", "creator", "uploader") che, al di là dei consigli finanziari, creano, producono e diffondono al pubblico contenuti audiovisivi – di cui

---

<sup>21</sup> *Influencer* può essere sia la personalità nota solo in virtù della sua presenza sui social, esercitando professionalmente l'attività di fashion blogger o youtuber e traendo un profitto da tale attività, sia colui che sia noto per lo svolgimento di un'altra professione (attore, cantante, sportivo, conduttore televisivo, ecc.) e che, al contempo, pubblici immagini sui propri profili social. Essi vanno assumendo sempre maggior capacità di influenzare, appunto, i comportamenti di acquisto dei consumatori, con cui entrano in contatto diretto e senza filtri, attraverso la pubblicazione di post, foto, video e commenti, volti a promuovere uno specifico marchio. Nell'ambito del c.d. "diritto del mercato dei dati personali", i *social network*, del resto, sono noti anche come *attention platforms*, quali piattaforme online che normalmente forniscono un servizio gratuito a fronte di un sussidio derivante dalla pubblicità alimentata dai dati e dall'attenzione degli utenti. In particolare, attraverso lo studio mirato delle relative navigazioni in rete, attuato tramite la cronologia e la geo-localizzazione delle attività dell'utente e delle sue interazioni con i vari *brand*, si ha la possibilità di fidelizzare i destinatari di un prodotto o di un servizio, proponendo messaggi promozionali coerenti e personalizzati, ritagliati su misura per ogni utilizzatore e per ciascuna specifica esperienza. La profilazione dell'e-buyer, segnatamente, permette di calibrare il prodotto rispetto al mercato potenziale, sicché il bene offerto all'utilizzatore svolge una funzione di identificazione, diventando un mezzo per il soddisfacimento di aspettative e bisogni che, di là dalla funzione materiale della *res*, vengono simbolicamente a quest'ultima riferiti, attraverso un meccanismo di proiezione. Il che accade anche a fronte della tendenza ad associare ad uno specifico *brand* un particolare risultato virtuoso o, addirittura, uno stato sociale. Parimenti a dirsi per il ruolo svolto sulle scelte di acquisto dei c.d. consumatori-follower – che spesso si illudono di optare per ciò che a loro più si adatta – da parte degli *influencer* e *micro-influencer*, non necessariamente imprenditori, i quali cercano di promuovere sé stessi come potenziali veicoli di pubblicità e la cui immagine, evidentemente, diventa una merce di scambio al pari di qualunque altra. Si rinvia a A. MENDOLA, *Atto di consumo e libertà di scelta nel social media marketing*, in *Riv. dir. priv.*, 2022, III, 423 ss.

esercitano la responsabilità editoriale – tramite piattaforme per la condivisione di video e, in generale, tramite *social network* e che, in linea di principio, hanno acquisito particolare credito e prestigio per l'esperienza e per la conoscenza maturate in un certo settore<sup>22</sup>. Al punto che hanno iniziato ad attirare l'interesse delle istituzioni pubbliche<sup>23</sup> in considerazione dell'impatto sugli utenti, sui consumatori e, più in generale, sulla società, e sono state avviate iniziative regolamentari in numerosi Paesi europei<sup>24</sup>.

L'interessamento degli addetti ai lavori e degli operatori si è, se possibile, moltiplicato in coincidenza dell'imporsi della peculiare fattispecie negoziale dell'*influencer marketing*<sup>25</sup>, contratto atipico che

---

<sup>22</sup> Sul tema, in generale, si rinvia a C. GOANTA, S. RANCHORDÀS, *The Regulation of Social Media Influencers*, Northampton, 2020, *passim*.

<sup>23</sup> Si veda, *inter alia*, l'Indagine conoscitiva sui lavoratori che svolgono attività di creazione di contenuti digitali, approvata dalla Commissione XI Lavoro pubblico e privato della Camera dei deputati, nella seduta del 9 marzo 2022, avente ad oggetto la qualificazione giuridica del rapporto di lavoro intercorrente tra creatori di contenuti e piattaforme di diffusione dei contenuti stessi e Parlamento europeo (a cura di F. MICHAELSEN, L. COLLINI et al.), *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, Directorate-General for Internal Policies, febbraio 2022, PE 703.350, 9, secondo cui «[a]n influencer is a content creator with a commercial intent, who builds trust and authenticity-based relationships with their audience (mainly on social media platforms) and engages online with commercial actors through different business models for monetisation purposes».

<sup>24</sup> Si veda, per tutti, AgCom, Delibera n. 178/23/CONS con cui, lo scorso 13 luglio 2023, il Consiglio dell'Autorità ha deliberato di avviare una consultazione pubblica relativa alle misure volte a garantire il rispetto da parte degli *influencer* delle disposizioni del Testo unico sui servizi di media audiovisivi.

<sup>25</sup> Per una bibliografia essenziale, si veda A. MENDOLA, *Considerazioni sul divieto di pubblicità occulta nell'influencer marketing*, in *Riv. dir. media*, 2022, II, 145 ss.; ID., *Commercial value of the fame e prospettive rimediale a confronto*, in *Giust. civ.*, 2023, I, 143 ss.; G. CORAPI, *Il contratto di influencer marketing*, in *Nuovo dir. civ.*, 2022, I, 245, il quale evidenzia come «rilevante, ma non dirimente, ai fini della qualificazione della fattispecie», sia «l'elemento dell'intuitu personae. La prossimità al contratto d'opera, più che all'appalto, si ravvisa nel carattere eminentemente personale della prestazione svolta. Anche per gli influencer più strutturati, infatti, l'adempimento dell'obbligazione dipende dalla personalità dell'opinion leader o dalle sue competenze in un settore specifico». Nei casi di intercessione da parte di agenzie, il contratto dovrebbe, evidentemente, contenere clausole volte a responsabilizzare gli intermediari rispetto all'operato degli *influencer*, prevedendosi all'uopo specifici oneri di vigilanza e di controllo.

coinvolge numerose personalità, non solo *influencer* ed inserzionisti, legati da un rapporto di committenza, ma eventuali intermediari delegati dai primi alla sottoscrizione di richieste di sponsorizzazione<sup>26</sup>. Quanto al contenuto del negozio, l'azienda titolare del *brand* riconosce un corrispettivo monetario e/o sotto forma di omaggi all'*influencer*, il quale sarà, poi, tenuto ad associare alla propria figura quel determinato marchio, mediante *advertising online*, attraverso post, foto, commenti, recensioni, tweet, ecc. Tale contratto, collocato nell'ambito del c.d. *personality merchandising*<sup>27</sup>, viene generalmente corredato da clausole, come la concessione, da parte dell'*influencer* e a favore del soggetto sponsorizzato, del diritto di esclusiva<sup>28</sup> e di quello di utilizzazione della

---

<sup>26</sup> Non è questa la sede per approfondire, ma basti ricordare che la pretesa "gratuità" dei *social network* cela una componente patrimoniale rinvenibile nel fine perseguito da tali strumenti: quello di garantire agli inserzionisti pubblicitari la tracciabilità, ai fini commerciali, di un flusso copioso di "entità economiche", costituite dagli utenti stessi i quali, sempre più profilati, concludono negozi all'interno della piattaforma di socializzazione virtuale e, quindi, indirettamente, incrementano il rilievo economico della partecipazione al mercato dal lato dell'offerta. Scopo questo che viene, per lo più, soddisfatto per effetto degli stessi contratti atipici di *personality merchandising*. Osserva G. GIANNONE CODIGLIONE, *Libertà d'impresa, concorrenza e neutralità della rete nel mercato transnazionale dei dati personali*, in *Dir. inf.*, 2015, IV-V, 909 ss., che la navigazione in rete di utenti attivi costituisce la più importante fonte di profitto per i gestori del servizio, concorrendo a rafforzare sul mercato il potere delle inserzioni pubblicitarie e rappresenta una forma di capitale diverso e alternativo al plusvalore ottenuto dalla vendita dei servizi o degli spazi pubblicitari.

<sup>27</sup> I contratti atipici di *personality merchandising* hanno ad oggetto lo sfruttamento commerciale del nome o dell'immagine di una determinata personalità (cfr. artt. 7, 10 c.c.; 8, comma 2, D.lgs. n. 30/2005, il quale consente di registrare come marchio, se notorio, il nome di una persona). Per "immagine", segnatamente, si intende tutto ciò che, direttamente o indirettamente, richiami il titolare del diritto. Cfr. A. MENDOLA, *Il personality merchandising e i limiti alla libera determinazione negoziale nei social network*, in L. CARRUBBO, A. MENDOLA, *Le scelte "inconsapevoli" nelle nuove dinamiche d'acquisto: il neuromarketing e la tutela del consumatore-follower*, Milano, 2022, 145 ss.; A. FACHECHI, *A proposito di personality merchandising*, in *Giur. it.*, 2019, I, 60 ss.

<sup>28</sup> Segnala A. FACHECHI, op. cit., 60 ss., che «[t]ra le peculiarità dei contratti di sfruttamento commerciale di personalità nota vi è, infatti, la clausola di esclusiva del c.d. "patrimonio d'immagine", vale a dire l'assunzione dell'obbligo, da parte del contraente famoso, di avvalersi solo dei beni riconducibili ad un determinato brand e di non servirsi di quelli concorrenti, soprattutto allorquando si agisca in pubblico. Rimane salva solo la libertà di optare per utilità diverse nell'ambito della propria

propria immagine per iniziative pubblicitarie, nonché dell'obbligo reciproco dei soggetti contraenti di non assumere comportamenti che possano ledere l'immagine della controparte. Al ricorrere, poi, di determinati presupposti, possono convenirsi eventuali maggiorazioni del corrispettivo pattuito, nonché possibili risoluzioni automatiche o anticipate del negozio in caso di mancato rispetto delle norme predisposte dall'Istituto di Autodisciplina Pubblicitaria ("IAP").

Ciò posto, l'attività di sponsorizzazione, da parte degli *influencer*, di un determinato *brand*, in mancanza di un *disclaimer* circa la natura commerciale dei contenuti postati, configura violazione degli artt. 22 e 23 del D.Lgs. n. 206/2005 ("Codice del Consumo")<sup>29</sup>, in punto di omissioni e pratiche commerciali scorrette, e 7 del Codice di Autodisciplina della Comunicazione commerciale, ai sensi del quale «*la comunicazione commerciale deve essere sempre riconoscibile come tale*».

Dal punto di vista dell'elemento oggettivo, perché si realizzi in concreto l'ipotesi di illecito in esame è sufficiente la mera potenzialità decettiva del messaggio e l'idoneità della comunicazione ad alterare sensibilmente la capacità del consumatore di adottare una scelta consapevole, senza che l'effetto ingannatorio o quello lesivo si debbano essere effettivamente prodotti nella realtà o, nello specifico, che la comunicazione abbia concretamente comportato la conclusione di uno o più contratti relativi ai prodotti o servizi reclamizzati<sup>30</sup>.

---

*sfera privata, quando cioè non vi sia la possibilità che i consumatori associno l'immagine a prodotti di altra marca rispetto a quella reclamizzata».*

<sup>29</sup> Del resto, l'art. 22, comma 2, Codice del Consumo considera omissione ingannevole quella del professionista che non indichi l'intento commerciale di una certa pratica.

<sup>30</sup> In proposito, si veda V. D'ANTONIO, *Principi di diritto della comunicazione commerciale*, Napoli, 2012, 3 ss., secondo cui «*l'inganno pubblicitario si configura come un tipico illecito di pericolo, dal momento che le norme in esame non presuppongono l'effettiva induzione in errore del destinatario del messaggio o, ancora, la concreta lesione del comportamento economico di questi, bensì la mera idoneità della comunicazione a produrre determinate conseguenze pregiudizievoli*». Inoltre, secondo A. MENDOLA, *Considerazioni sul divieto di pubblicità occulta nell'influencer marketing*, cit., 145 ss., «*non è indispensabile che l'induzione in errore si traduca nella conclusione del contratto per ottenere il bene (o il servizio) reclamizzato e nell'alterazione del patrimonio del consumatore, risultando sufficiente che costui sia condizionabile nelle proprie preferenze di mercato dalla portata decettiva della comunicazione*».

Partendo dal dato testuale, a partire dal 2017, l’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (“AGCM”) ha “rubato la scena” alle altre Autorità (di regolazione e non), inviando delle lettere di *moral suasion* ad alcuni dei principali *influencer/instagrammer*, agli inserzionisti e alle società titolari dei *brand* pubblicizzati, con l’obiettivo di ricordare loro di comunicare chiaramente le relazioni commerciali esistenti con i marchi che promuovono e sollecitare massima trasparenza e chiarezza sull’eventuale contenuto pubblicitario dei *post* pubblicati<sup>31</sup>.

Non solo. L’AGCM ha proseguito sul sentiero tracciato, avviando una serie di procedimenti istruttori che, già negli annunci dei comunicati stampa, tratteggiavano condotte, qualificabili come pratiche commerciali scorrette, ingannevoli o aggressive, idonee a limitare la libertà di scelta o di comportamento del consumatore, così da indurlo ad una decisione che non avrebbe altrimenti preso. Solo per citare i principali – e senza voler “addentrarci” nell’analisi dettagliata dei procedimenti –, l’AGCM ha, in prima battuta, perseguito le condotte di una società e di tre noti *influencer* (legati da un rapporto commerciale), contestando a questi ultimi la diffusione sul loro profilo Instagram di post contenenti l’invito ai *follower* a pubblicare contenuti con *tag* e *hashtag* collegati alla campagna pubblicitaria di un dispositivo per il tabacco riscaldato prodotto e commercializzato dalla società<sup>32</sup>. Secondo le risultanze dell’AGCM, gli *influencer* si sono avvalsi di una strategia

---

<sup>31</sup> Anche la Federal Trade Commission (“FTC”) ha inviato numerose contestazioni e lettere di *moral suasion* dirette a inserzionisti e celebrità e, a valle dell’invio di dette comunicazioni, la FTC ha annunciato di aver raggiunto accordi con gli inserzionisti, imponendo loro: 1. di fornire agli *endorser* un documento che chiarisca la portata del dovere di *disclosure*; 2. di introdurre un sistema di monitoraggio dei post degli *influencer*, al fine di verificarne la *compliance* rispetto a tali doveri; 3. di cessare ogni forma di pagamento agli *endorser* che si rappresentino falsamente imparziali; 4. di redigere e trasmettere alla FTC un report che mostri i risultati del sistema di controllo, per ogni anno, unitamente alle copie di ogni annuncio o altro materiale di marketing. Su questi ultimi profili, si veda J. CIANI, M. TAVELLA, *La riconoscibilità della natura pubblicitaria della comunicazione alla prova del digital: native advertising tra obbligo di disclosure e difficoltà di controllo*, in *Informatica e Diritto*, 2017, I-II, 485 ss.

<sup>32</sup> AGCM, PS12009 – BAT-PUBBLICITÀ OCCULTA GLO SUI SOCIAL NETWORK, Provvedimento n. 29837 del 30 settembre 2021.

promozionale definita “call to action”<sup>33</sup> e avrebbero contribuito a “plasmare” la categoria ibrida del *prosumer*, caratterizzata dalla creazione di contenuti soggettivamente privati, in quanto generati dagli utenti, ma oggettivamente imprenditoriali, ossia riguardanti marchi e prodotti che hanno rilevanza economica e sono oggetto di commercializzazione<sup>34</sup>. In secondo luogo, l’AGCM è stata chiamata a formulare, ai sensi dell’art. 27, comma 6, del Codice del Consumo, un parere in due procedimenti aventi ad oggetto una possibile fattispecie di pubblicità occulta relativa a contenuti pubblicati sul profilo Instagram di alcuni *influencer*. Nel primo caso, si trattava di *post* in cui appariva il logo del più famoso vettore aereo nazionale riportato sui capi d’abbigliamento firmati da una nota stilista e indossati da alcune *celebrity*<sup>35</sup> e, nel secondo, erano oggetto di scrutinio taluni *post* dove

---

<sup>33</sup> Si tratta di una strategia volta a creare una interazione con i *follower* che, nell’aspettativa di ricevere in cambio una maggiore visibilità del proprio profilo, vengono indotti a rispondere all’invito diffondendo a loro volta contenuti collegati ad un marchio o prodotto generando così un effetto pubblicitario.

<sup>34</sup> Nel merito, ai sensi degli artt. 27, comma 7, del Codice del Consumo, e 9, comma 2, lett. a, del “Regolamento sulle procedure istruttorie in materia di pubblicità ingannevole e comparativa”, l’AGCM non accertava l’infrazione, atteso che gli impegni del soggetto titolare del marchio e degli *influencer* hanno fatto venir meno i profili di possibile scorrettezza della pratica commerciale oggetto di istruttoria. Gli *influencer*, a titolo esemplificativo, si sono impegnati a rimuovere le pagine contenenti i *post* contestati e a comunicare in modo trasparente la finalità promozionale, ove sussistente, dei contenuti diffusi mediante social media, inclusa l’ipotesi in cui il messaggio pubblicitario fosse mediato dai *follower* attraverso una “call to action”. Quanto agli impegni assunti dagli *influencer*, qualora in futuro le aziende dovessero inviare a tali soggetti prodotti in omaggio, senza alcun obbligo di svolgere una qualsivoglia attività di promozione a favore di tali prodotti, gli stessi si impegnano ad inserire nei *post* contenenti l’immagine o la menzione dei prodotti in questione, hashtag quali #suppliedbybrand o #brandgift o #fornitodabrand, o altra simile dicitura volta a comunicare che il prodotto è stato fornito o regalato dalla società titolare del marchio. Qualora, invece, la pubblicazione del *post* sui social network rientrasse nell’ambito di un rapporto di committenza e/o collaborazione fra l’*influencer* e le aziende inserzioniste, lo stesso *influencer* riporterà nei propri *post* gli hashtag #pubblicitàbrand o #sponsorizzatodabrand o #advertisingbrand o #inserzioneapagamentobrand.

<sup>35</sup> AGCM, PS11270-AEFFE-ALITALIA, Provvedimento n. 27787 del 22 maggio 2019.



comparivano prodotti riconducibili ad un'azienda italiana operante nel settore alimentare<sup>36</sup>.

Al di là del merito delle singole istruttorie<sup>37</sup>, è innegabile che l'attività di *enforcement* dell'AGCM e di successivo adeguamento degli *influencer* segnalano l'accresciuta sensibilità degli operatori e del pubblico rispetto al divieto di pubblicità occulta anche nelle comunicazioni diffuse tramite i *social media*. Si tratta, quindi, uno sforzo lodevole e di un risultato meritorio, seppur limitato, nel suo impatto, dalle strettoie procedurali delle pratiche commerciali scorrette.

Ma in questo primo tentativo dell'AGCM si può intravedere nitidamente qualche insegnamento applicabile al caso oggetto del presente contributo, quello dei consigli in materia finanziaria. E gli spunti di cui far tesoro riguardano l'utilizzo dei codici di condotta, che, nell'ambito dell'*influencer marketing*, vede l'IAP in prima linea. Poiché, come noto, il Codice di autodisciplina pubblicitaria ("CAP"), promulgato dallo stesso Istituto, non riporta regole obbligatorie per segnalare agli utenti che operano *online* il fine promozionale del contenuto espresso da un determinato messaggio, nel 2016, l'IAP ha pubblicato sul proprio sito la c.d. Digital Chart, con lo scopo di assicurare che la comunicazione commerciale digitale sia sempre più "onesta, veritiera e corretta" (come richiesto all'art. 1 del C.A.P.), a tutela dei consumatori e delle imprese, e consolidare il rapporto fiduciario tra inserzionisti e utenti. La Digital Chart, nella specie, ha fornito suggerimenti operativi per consentire, da un lato, ai fruitori dello strumento digitale di riconoscere i contenuti promozionali rispetto a quelli di diversa natura, e, dall'altro, agli operatori di trasmettere messaggi trasparenti e corretti per non incorrere in sanzioni. Ciò è stato possibile attraverso l'estensione all'*endorsee* che realizzi una forma di

---

<sup>36</sup> AGCM, PS11435-INSANITY PAGE-PUBBLICITÀ OCCULTA BARILLA, Provvedimento n. 28167 del 25 febbraio 2020.

<sup>37</sup> A tal proposito, lo scorso 14 giugno 2023, è stata resa nota l'apertura da parte dell'AGCM di un'istruttoria (PS12506) per pratica commerciale scorretta in relazione all'iniziativa commerciale tra una nota *influencer* e un'industria dolciaria attraverso la quale i consumatori potevano essere indotti a credere che acquistando un prodotto "griffato" dalla nota *influencer* si contribuisse alla donazione per l'acquisto di un nuovo macchinario presso un ospedale torinese mentre, al contrario, l'industria dolciaria aveva disposto una donazione in cifra fissa parecchi mesi prima del lancio pubblicitario dell'iniziativa e, dunque, del tutto indipendentemente dall'andamento delle vendite del prodotto.

comunicazione commerciale di tutte le disposizioni del CAP applicabili alla pubblicità *offline*, specialmente quelle relative al principio di trasparenza e riconoscibilità *ex art.* 7<sup>38</sup>.

Comune alla fattispecie del *fin-fluencing* è che tali condotte si traducono in notevoli rischi per il consumatore derivanti proprio dalla pubblicità occulta che questi soggetti sono in grado di propagare<sup>39</sup>. Infatti, pur non essendo facilmente inquadrabili come “commercianti” o come singoli che agiscono con continuità in nome e per conto del commerciante, ai sensi del Codice del Consumo, la loro attività ha chiaramente un movente pubblicitario, che, però, non è esibito in modo chiaro e inequivocabile ai consumatori (ed è per questo che l’AGCM la considera particolarmente rischiosa)<sup>40</sup>.

---

<sup>38</sup> A partire, poi, dal 2019, il Regolamento Digital Chart diventa parte integrante del CAP, costituendo l’unico testo normativo sulla comunicazione commerciale veicolata da influencer e contenendo una serie di indicazioni relativamente ai casi di *endorsement* di un prodotto. Esso chiarisce, ad esempio, nell’ipotesi di comunicazioni diffuse in adempimento di un contratto concluso con un committente, quali hashtag (#Pubblicità/#Advertising, #Sponsorizato da brand, #ad#brand) debbano inserirsi all’inizio del post. Quando si tratti, invece, dell’invio di prodotti in omaggio, senza alcuna controprestazione a carico dell’influencer, quest’ultimo ha l’obbligo di inserire nelle comunicazioni diffuse in rete che contengano la raffigurazione o la citazione del prodotto, un *disclaimer*, quale “prodotto inviato da ... brand”, o simile. L’*hashtag* è, infatti, un tipo di *tag* utilizzato, soprattutto nei social network, come “aggregatore tematico”, la cui funzione risulta quella di agevolare gli utenti nel trovare informazioni su un tema o su un contenuto specifico. Più chiaramente, siffatta particolare forma di metadato ha la capacità di svolgere il ruolo di comunicazione diretta tra il consumatore ed il creatore del contenuto social, senza le intermediazioni tipiche della comunicazione classica ma anzi sfruttando le potenzialità offerte dalle nuove tecnologie di rete sociale.

<sup>39</sup> Cfr. A. CANEPA, *Social media and fin-influencers towards a new digital vulnerability in investment decisions*, in *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 1/2022, 307 ss.

<sup>40</sup> Ciò si traduce in un incremento della loro vulnerabilità, come evidenziato dallo studio del Parlamento Europeo del febbraio 2022 “The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market” sopra citato, laddove si rileva come «*Influencer marketing has an impact on consumer purchase decision-making. Children and consumers with low education and/or low income are particularly vulnerable to influencer marketing*».

*5. Il quadro normativo in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario e le possibili applicazioni in ambito digitale.*

*5.1. La disciplina europea e le disposizioni del Testo Unico della Finanza*

Il tema del *fin-influencing* non si esaurisce unicamente nell'analisi dei profili su richiamati, ma assume un rinnovato interesse se calato nell'alveo delle vigenti normative in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario che, tuttavia, inizialmente “plasmate” per il mondo analogico, scontano difficoltà di adattamento a quello digitale.

Non sfuggirà, infatti, che l'attività di soggetti tradizionalmente operanti al di fuori delle categorie regolate (come i c.d. *fin-fluencer*) possa essere ritenuta problematica di per sé proprio in ragione della loro capacità “interattiva” con gli utenti dei vari *social* e dell'attitudine a coinvolgere i propri *follower* nella condivisione di contenuti. Del resto, le criticità di tali condotte possono risultare ancora maggiori per tutti quegli individui con una scarsa alfabetizzazione finanziaria e ciò è in grado di ingenerare un affidamento ancora maggiore negli *influencers* e nei loro contenuti<sup>41</sup>.

Rimarranno, quindi, sullo sfondo le disposizioni previste a carico di soggetti vigilati i quali, in virtù del proprio ruolo – si pensi al caso degli intermediari – ovvero alla propria posizione nell'ambito dei mercati finanziari (operatori bancari, portatori di conflitti di interesse, tra gli altri) risultano destinatari di norme specifiche recanti i diversi obblighi di condotta e trasparenza cui sarebbero onerati<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Sul ruolo dell'alfabetizzazione finanziaria, si vedano, tra gli altri, D. SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA.VV., *Le regole del mercato finanziario*, Padova, 2010, 79 ss.; M.-T. PARACAMPO, *Il ruolo dell'educazione finanziaria nella recente disciplina del mercato finanziario*, in questa *Rivista*, giugno 2011 e T. KAISER, A. LUSARDI, L. MENKHOFF, C. URBAN, *Financial education affects financial knowledge and downstream behavior*, NBER Working paper series n. 27057, April 2020.

<sup>42</sup> Sul tema, si rimanda, in generale, a M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2010, II, 809 ss.; ID., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 187 ss.; A. PERRONE,

Un primo esercizio di costruzione di un *framework* normativo organico e “adattabile” al caso della manipolazione informativa in ambito digitale può essere operato muovendo dal recepimento della normativa comunitaria che ha istituito un quadro comune di regolamentazione in materia di abuso di informazioni privilegiate, comunicazioni illecite di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

La strategia europea in materia di abusi di mercato è stata oggetto di una recente rivisitazione ad opera del Regolamento (UE) 2014/596 (“MAR”) e della Direttiva 2014/57/UE (“MAD II”) <sup>43</sup>.

Tale novità normativa, da un canto, conserva diversi elementi che già connotavano la Direttiva 2003/6/CE (“MAD I”) ma, dall’altro, innova in profondità l’assetto previgente.

Ciò che rileva maggiormente è il rovesciamento del rapporto tra sanzioni penali e sanzioni amministrative. Infatti, dinnanzi all’acclarata inadeguatezza delle sanzioni amministrative, tanto sul versante preventivo quanto su quello repressivo, rispetto alla necessità di presidiare l’integrità del mercato, la sua efficienza e il suo carattere integrato, nella prospettiva di rafforzare la fiducia degli investitori, la Direttiva MAD II considera essenziale l’adozione da parte degli Stati membri di sanzioni penali a presidio delle condotte di *market abuse*, quantomeno nei casi di “reati gravi” (Considerando 8), mentre il Regolamento MAR precisa che l’introduzione di sanzioni amministrative nazionali per le stesse infrazioni già “coperte” dalla sanzione penale è solo facoltativa (Considerando 72). Anche laddove il legislatore nazionale ritenga di accompagnare le sanzioni penali con le sanzioni amministrative, deve essere in ogni caso garantito il principio del *ne bis in idem* (Considerando 23 della Direttiva).

---

*Servizi d’investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in Banca, borsa, tit. cred., 2015, I, 31 ss.; E. CAPOBIANCO, F. LONGOBUCCO, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in Contr. e impr., 2011, IV-V, 1142 ss.; P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in R. LENER, E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, 239 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, *passim*.

<sup>43</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (MAR) e alla Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD II).

A livello interno, sebbene la legge di delegazione europea 2014 (Legge n. 114/2015), contenesse diversi principi e criteri direttivi per il Governo tanto per l'attuazione della Direttiva MAD II (che gli Stati membri avrebbero dovuto adottare entro il 3 luglio 2016), quanto per l'adeguamento della disciplina nazionale alle disposizioni del Regolamento MAR, tale delega è stata lasciata decadere senza l'adozione di alcun provvedimento.

Soltanto con il D.Lgs. n. 107/2018 (entrato in vigore il 29 settembre 2018), attuativo della legge di delegazione europea 2016-2017 (Legge n. 163/2017), il legislatore italiano si è adeguato alle disposizioni del Regolamento MAR. Quanto alla Direttiva MAD II, invece, il legislatore domestico è intervenuto marginalmente sulle fattispecie penali previste nel Testo Unico della Finanza ("T.U.F.")<sup>44</sup>, ritenendo che le condotte dolose contemplate dalla Direttiva fossero già oggetto di adeguata previsione sanzionatoria nell'ordinamento interno<sup>45</sup>.

Vengono, dunque, in rilievo le disposizioni volte a contrastare le manipolazioni di mercato di tipo informativo previste agli artt. 185 comma 1 e 187-ter del T.U.F. alle quali si sovrappone la disciplina generale prevista dall'art. 2637 c.c. in materia di aggio di mercato societario e bancario.

A tale proposito, il D.Lgs. n. 107/2018, all'art. 4, comma 9, nell'apportare le necessarie modifiche al T.U.F., ha, tra le altre cose, sostituito integralmente il testo degli artt. 187-bis e 187-ter, che descrivevano le figure dell'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione del mercato.

---

<sup>44</sup> Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.

<sup>45</sup> M. GAMBARDILLA, *Condotte economiche e responsabilità penale*, Torino, 2020, 366 ss., il quale evidenzia i possibili profili di inadempimento del legislatore interno nel recepimento della disciplina sovranazionale; sui disallineamenti con gli obblighi di criminalizzazione della MAD, si vedano anche F. D'ALESSANDRO, *Market abuse*, in M. CERA, G. PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario*, II, Bologna, 2020, 2205 ss. – in relazione all'*insider trading* – e 2228 ss. – per quanto attiene alla manipolazione del mercato –, nonché M. MASUCCI, *Gli abusi di mercato. L'attuazione nel sistema penale italiano del regolamento e della seconda direttiva dell'Unione europea sul market abuse*, in A. FIORELLA (a cura di), *Questioni fondamentali della parte speciale del diritto penale*, Torino, 2019, 297 ss.

Nel testo previgente, l'illecito amministrativo *ex art. 187-bis* era delineato in modo testualmente identico (per quanto concerneva l'abuso di informazioni privilegiate) rispetto all'omologa figura delittuosa (art. 184 T.U.F.), mentre la descrizione contenuta nell'art. 187-*ter*, differente rispetto a quella dell'art. 185 (per la manipolazione del mercato), in realtà non comportava una vera e propria discrepanza fra gli insiemi di condotte sussumibili sotto le due fattispecie, posto che il maggior dettaglio analitico delle fattispecie costituenti l'illecito amministrativo si presentava come una sorta di specificazione delle condotte integranti il delitto di cui all'art. 185 T.U.F.

Con l'intervenuta modifica, tanto l'illecito amministrativo di abuso di informazioni privilegiate quanto quello di manipolazione del mercato sono ora delineati – per tramite del rinvio espressamente previsto nelle due rammentate norme – dalle disposizioni degli artt. 14 (in relazione agli artt. 8 10) e 15 (in relazione all'art. 12) del Regolamento MAR. Le norme del MAR contemplano condotte analiticamente descritte con un maggior grado di dettaglio e tali disposizioni sono collocate all'interno di un *corpus* normativo (il Regolamento e la Direttiva), che, a propria volta, prevede corrispondenti fattispecie di illecito penale (*rectius*: fattispecie alle quali il legislatore nazionale dovrebbe conformarsi per la previsione dei delitti), anch'esse disegnate attraverso una puntuale, precisa e analitica descrizione delle condotte proscritte (si tratta degli artt. 3, 4 e 5 della Direttiva MAD II). Si noti ancora che il legislatore euro-unitario ha tentato di caratterizzare già sul piano della descrizione del fatto punibile in maniera differente illeciti penali e illeciti amministrativi, sicché – osservando le rispettive norme del Regolamento e della Direttiva – ci si avvede che i singoli illeciti (penali e amministrativi) sono fra loro differenti. Come noto, però, il legislatore italiano, in sede di attuazione della normativa euro-unitaria, ha ritenuto di non modificare le fattispecie criminose, che sono rimaste sostanzialmente immutate. È oggetto di dibattito, dunque, se (ed eventualmente in quale misura) le nuove figure d'illecito amministrativo corrispondano (più esattamente: descrivano comportamenti che siano riconducibili) alle fattispecie astratte dei

delitti di cui agli artt. 184 e 185 T.U.F. (rimasti invariati, malgrado l'esplicito invito in senso contrario del legislatore dell'Unione)<sup>46</sup>.

In particolare, per quanto attiene alla fattispecie di reato di cui all'art. 185 T.U.F., le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 107/2018 si sono limitate ad aggiungere alla fattispecie i commi 1-*bis* e 2-*ter* (relativi, rispettivamente, ad una ipotesi di "non punibilità" e all'ambito di applicazione del reato), nonché a novellare il contenuto del comma 2-*bis* estendendo il campo applicativo dell'ipotesi contravvenzionale alle condotte aventi ad oggetto strumenti finanziari negoziati su un OTF (un sistema organizzato di negoziazione denominato "Organised Trading Facility"), derivati e quote di emissioni.

Di maggior rilievo sono, invece, le modifiche apportate agli illeciti amministrativi di cui agli artt. 187-*bis* e 187-*ter* T.U.F., i quali, come detto, sono costruiti con la tecnica del rinvio a disposizioni contenute nel Regolamento MAR.

L'illecito amministrativo di manipolazione del mercato colpisce, oggi, chiunque violi il divieto di cui all'art. 15 del Regolamento MAR, il quale però non descrive alcuna fattispecie ma si limita a prevedere che «*non è consentito effettuare manipolazioni del mercato o tentare di effettuare manipolazioni del mercato*», lasciando all'interprete l'onere di individuare il contenuto del divieto esaminando i precetti degli artt. 12 ("Manipolazione del mercato") e 13 ("Prassi di mercato ammesse") della medesima fonte normativa di derivazione europea.

Compito tutt'altro che agevole, tenuto conto del *puzzle* normativo che occorre costruire per delineare i confini del divieto di manipolazione del mercato. In particolare, concorrono a tale obiettivo: i) le condotte descritte nell'art. 12, par. 1, MAR; ii) gli esempi di condotte da considerarsi manipolazione del mercato, elencati nel paragrafo 2 della medesima disposizione; iii) gli indicatori di

---

<sup>46</sup> Per le criticità e le possibili soluzioni relative ai profili concernenti le "identità" delle fattispecie, cfr. F. VIGANÒ, *Ne bis in idem e contrasto agli abusi di mercato: una sfida per il legislatore e i giudici italiani*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2016, I, 202 ss.; M. SCOLETTA, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis in idem nella nuova disciplina eurolunitaria degli abusi di mercato*, in *Società*, 2016, 218 ss.; E. BASILE, *Una nuova occasione (mancata) per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato? Lo schema del d.d.l. di delegazione europea 2016*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2017, V, 271 ss.; F. MUCCIARELLI, *La nuova disciplina eurolunitaria sul market abuse: tra obblighi di criminalizzazione e ne bis in idem*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2015, III, 295 ss.

manipolazioni consistenti nel fornire indicazioni false o fuorvianti e nel fissare artificialmente i prezzi, rinvenibili nell'Allegato I, lett. a) MAR; iv) gli indicatori di manipolazioni consistenti nell'utilizzazione di strumenti finanziari fittizi o di altri tipi di inganno o espediente, di cui all'Allegato I, lett. b) MAR); v) l'art. 4 del Regolamento delegato (UE) 2016/522 della Commissione del 17 dicembre 2015, rubricato anch'esso "Indicatori di manipolazione", il quale, però, ulteriormente rinvia all'Allegato II del medesimo Regolamento, nel quale, infine, si rinvengono (cinque pagine di) prassi di mercato che specificano gli indicatori dell'Allegato I del MAR.

A tal proposito, occorre segnalare che l'art. 12, par. 1, MAR distingue quattro categorie di attività da intendersi come manipolazione del mercato, per le quali non pare essenziale la materializzazione di un effetto sui prezzi per l'integrazione dell'illecito (come emergerebbe dalle espressioni "è probabile che invii", "sia probabile che incida", ecc.)<sup>47</sup>.

Con riferimento alle condotte penalmente rilevanti, il reato di manipolazione del mercato viene, dunque, identificato nella diffusione di notizie false idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Si osservi, innanzitutto, come siano espressamente richieste, ai fini della realizzazione della condotta illecita, la falsità delle notizie riportate e la destinazione ad un pubblico indistinto di soggetti; in merito al primo aspetto, se il ricorso al termine "notizia" sembra idoneo ad escludere la rilevanza penale delle mere voci, risulta, tuttavia, incerto se tale locuzione possa applicarsi nel caso di opinioni aventi di carattere soggettivo<sup>48</sup>.

---

<sup>47</sup> Per un'analisi della fattispecie, v. P.M. SABELLA, Art. 187-ter, in V. CALANDRA BONAURA (a cura di), *Commentario breve al Testo unico della finanza*, Padova, 2020, 1269 ss. Secondo la tesi prevalente, pertanto, l'illecito amministrativo, non richiedendo l'idoneità della condotta a provocare l'alterazione sensibile del prezzo, configurerebbe una fattispecie di pericolo astratto.

<sup>48</sup> A tal proposito, basti pensare che se, da una parte, si ritiene che la presenza di una considerazione soggettiva sia sufficiente ad escludere *in nuce* la natura della notizia (dovendo questa operare esclusivamente un'affermazione descrittiva di fatti storicamente accaduti: cfr. A. ALESSANDRI, *Osservazioni sulle notizie false esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, 720 ss.), dall'altro, si è ritenuto, al contrario, che anche le informazioni filtrate da profili di soggettività possano qualificarsi come notizie, allorché consistano in rappresentazioni di fatti esistenti (L.



Il requisito della falsità integra, invece, un elemento di difformità dalla realtà, il quale può riguardare qualsiasi aspetto ritenuto significativo ai fini dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati e che deve potenzialmente risultare sensibilmente diverso da quello che si determinerebbe in presenza delle naturali dinamiche di mercato<sup>49</sup>.

Laddove l'art. 185 identifica una fattispecie di reato, l'art. 187-ter dispone che, nei casi nei quali non si siano riscontrabili tutti gli elementi della manipolazione mercato così come definita ai sensi del T.U.F. – e, in particolare, non siano presenti la valenza frodatória caratterizzante l'elemento soggettivo ovvero l'idoneità astratta ad alterare significativamente i prezzi dello strumento oggetto di notizia – la condotta potrà nondimeno qualificarsi come illecito amministrativo laddove violi il disposto dell'art. 15 della MAR sopra indicato, ai sensi del quale «*non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato*».

Così sinteticamente ricostruito il quadro normativo, la Cassazione ha, inoltre, avuto cura di precisare che «*le fattispecie previste dagli artt. 185 e 187-ter D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, di natura rispettivamente penale e amministrativa, entrambe riferite a casi di manipolazione del mercato, presentano alcuni elementi differenziali. In particolare, fra tali elementi di differenziazione, oltre ad una più dettagliata previsione delle condotte punibili, vi è il riferimento al dato quantitativo dell'alternazione del prezzo degli strumenti finanziari causato dalle operazioni poste sul mercato, rinvenibile solo nella disposizione penale. Una linea distintiva ai fini dell'applicazione delle due disposizioni può individuarsi proprio nella presenza di condotte dirette a realizzare operazioni simulate o altri artifici, nonché nei casi in cui tali azioni siano idonee concretizzare una sensibile modifica del prezzo degli strumenti finanziari. Solo quando non vi siano condotte così tipizzate e manchi siffatta idoneità alterativa potrà trovare*

---

ORSI, *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, I, 83 ss.).

<sup>49</sup> Si veda Cass. 13 settembre 2016 n. 3836, con nota di G. MENTASTI, *Sulla non configurabilità del reato di manipolazione del mercato nella fase di Initial Public Offering (IPO): la Cassazione e il caso SEA*, in *Dir. pen. cont. – Riv. trim.*, 2017, IV, 289 ss.

*applicazione l'illecito amministrativo di cui all'art. 187-ter, che si caratterizza appunto come fattispecie di pericolo astratto»<sup>50</sup>.*

L'art. 187-ter, pertanto, descrive un illecito di pericolo "tendenzialmente concreto"<sup>51</sup> e la sua distinzione oggettiva dall'art. 185 può essere ricercata solo sul piano della "sensibilità" dell'alterazione: requisito che funge da labile «filtro selettivo dei fatti penalmente rilevanti»<sup>52</sup>.

È allora evidente come, anche alla luce del rinnovato quadro normativo, i medesimi "fatti concreti" possano nel contempo essere sussunti tanto nell'illecito penale (art. 185 T.U.F.) quanto nell'illecito amministrativo (art. 187-ter T.U.F.) di manipolazione del mercato (lo stesso dicasi relativamente all'*insider trading*)<sup>53</sup>.

Paradossalmente, anzi, alla maggiore determinatezza dell'illecito amministrativo di manipolazione del mercato corrisponde necessariamente un ambito applicativo più ristretto di tale fattispecie. In altri termini, si può ritenere che l'art. 185 T.U.F. – in virtù dell'ampia portata della definizione del perimetro dell'illecito – si configuri quale norma generale rispetto alle ipotesi contemplate dall'art. 187-ter T.U.F.: «sicché un qualunque comportamento concreto, in ipotesi

---

<sup>50</sup> Cass., 16 marzo 2006, n. 15199. Muovendo dal nuovo contesto normativo, inoltre, dall'Allegato I al Regolamento MAR e l'Allegato II Regolamento delegato (UE) n. 2016/522 risulta evidente come la valutazione sulla rilevanza delle varie condotte di manipolazione del mercato sia legata a un accertamento in concreto sull'entità, sulle caratteristiche e su tutte le circostanze che concorrono a definire la valenza manipolativa dell'operazione. Senza considerare, poi, che le indagini sulla manipolazione del mercato (così come sull'*insider trading*) solitamente avvengono sulla base del riscontro di anomalie di mercato, cioè in conseguenza degli effetti provocati sul prezzo dei titoli: si deve quindi riconoscere che, in materia di abusi di mercato, la differenza tra pericolo astratto e concreto svanisce dinanzi all'esigenza di stabilire l'attitudine manipolativa della condotta nel contesto in cui essa è stata realizzata. Si veda anche Cass. pen., 28 novembre 2018, n. 53437, con nota di C. SANTORIELLO, Market abuse: *non occorre l'effettiva alterazione del valore dei corsi azionari*, in [www.altalex.com](http://www.altalex.com).

<sup>51</sup> S. SEMINARA, *Diritto penale commerciale*, I, Il diritto penale del mercato mobiliare, Torino, 2018, 111 ss.

<sup>52</sup> S. SEMINARA, *op. cit.*, 101. Si veda anche E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Torino, 2012, 297 ss.

<sup>53</sup> M. GAMBARDELLA, *op. cit.*, 436 ss. D'altronde, come evidenziato da S. SEMINARA, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2009, 272 ss., la (fino al momento scarsa) prassi giudiziaria in materia rappresenta l'unico strumento per definire in maniera univoca i criteri distintivi della fattispecie.

*qualificabile come illecito amministrativo di manipolazione del mercato, viene nel contempo a integrare anche la fattispecie astratta dell'art. 185 T.U.F.»<sup>54</sup>.*

Il quadro normativo si compone, da ultimo, con l'art. 2637 c.c.: esprimendo una *ratio* simile a quella contemplata dall'art. 185 T.U.F., tale disposizione punisce «*chiunque diffonde notizie false [...] concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari non quotati [...] ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari*» con la reclusione da uno a cinque anni.

A “chiusura del cerchio” si intravedono le previsioni generali in materia di responsabilità civile le quali, tuttavia, occupano tradizionalmente uno spazio limitato all'interno del diritto dei mercati finanziari (e, di fatti, non se ne rinviene traccia nel Regolamento MAR), vuoi perché, nel suo approccio alla regolamentazione del mercato interno, l'Unione non ha mai accettato la tradizionale distinzione tra regolamentazione pubblica – finalizzata al perseguimento di determinati obiettivi pubblici – e diritto privato – concernente principalmente la giustizia tra privati, vuoi perché, negli ultimi decenni, sia a livello domestico che europeo, la regolamentazione pubblica si è occupata sempre più spesso di questioni che un tempo erano ad appannaggio del diritto privato generale, come la validità delle clausole contrattuali *standard*, la responsabilità per i prodotti difettosi o i doveri di attenzione e fedeltà dell'impresa finanziaria nei confronti del cliente<sup>55</sup>.

---

<sup>54</sup> Si rimanda a F. MUCCIARELLI, *Gli illeciti amministrativi degli artt. 187 bis, 187 ter e 187 ter.1 t.u.f. dopo la riforma all'insegna della tecnica del rinvio*, in Società, 2019, 580 ss. Senza considerare che manca ancora nel T.U.F. una disposizione che raccordi in misura efficace il procedimento penale e quello amministrativo e, quindi, un meccanismo che garantisca il diritto individuale a non patire un secondo processo, penale o amministrativo, per il “medesimo” fatto, precludendone l'avvio o la prosecuzione dopo che un primo procedimento sia stato concluso. Su questo, cfr. M. MASUCCI, *op. cit.*, 354 ss.

<sup>55</sup> F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Torino, 2012, *passim*; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Torino, 2008, *passim*. Più nello specifico sul tema, S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000, *passim*,

In conclusione, il Regolamento MAR e la Direttiva MAD II rilevano come sia prioritario predisporre un regime di prevenzione della manipolazione di mercato che possa applicarsi efficacemente alle condotte tenute al di fuori delle sedi “fisiche” di negoziazione e, in particolare, attraverso il *web*, i *social network* ovvero i blog<sup>56</sup>. Il ventaglio delle disposizioni finora tratteggiate sembra, dunque, comporre una “cornice” sanzionatoria astrattamente applicabile alle ipotesi di manipolazione informativa messe in atto nell’ambiente digitale.

### *5.2. Le condotte rilevanti nel mondo digitale declinate all’interno del Testo Unico della Finanza*

Con l’applicazione delle norme del T.U.F. si è pensato (forse troppo semplicisticamente) che il problema interpretativo potesse dirsi risolto. Sennonché lo strumentario legislativo europeo e nazionale ha disvelato una serie di difficoltà applicative e una mancanza di duttilità nel contrastare le nuove forme di disinformazione finanziaria (trasfuse, poi, nel mondo *online*). Al punto che le autorità europee continuano a mettere in guardia gli investitori al dettaglio dall’adottare decisioni di investimento basandosi esclusivamente su informazioni provenienti dai *social media* e da altre piattaforme *online* non regolamentate, se non è possibile verificare l’affidabilità e la qualità delle informazioni<sup>57</sup>.

Con riguardo all’applicabilità dell’art. 185 del T.U.F. alle ipotesi di opinioni e ai consigli finanziari diffusi sui *social media*, si è rilevato, innanzitutto, la difficoltà di dimostrare, da parte del soggetto agente, la consapevolezza e la volontà di determinare (o, qualora si accolga, coerentemente con la giurisprudenza in materia, la tesi favorevole all’ammissibilità del dolo eventuale, la capacità di prevedere con

---

nonché V. CARIDI, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Torino, 2012, *passim*.

<sup>56</sup> Cfr. Considerando 48 del Regolamento MAR, secondo cui «[a]lla luce dell’accresciuto utilizzo di siti web, blog e media sociali, è importante chiarire che la diffusione di informazioni false o fuorvianti attraverso Internet, compresi i siti di media sociali o i blog anonimi, dovrebbe essere considerata ai fini del presente regolamento equivalente alla loro diffusione attraverso canali di comunicazione più tradizionali».

<sup>57</sup> Si rimanda, ad esempio, a ESMA, Statement: Episodes of very high volatility in trading of certain stock, cit., 17 febbraio 2021.

elevato tasso di probabilità) una significativa destabilizzazione del prezzo degli strumenti finanziari a valle della diffusione di segnali fuorvianti al mercato.

Ciò appare coerente con l'origine delle condotte e la struttura di questi illeciti, che si collocano, come detto, nel contesto del mercato finanziario e, più precisamente, in quello relativo alla formazione dei prezzi degli strumenti finanziari. Non stupisce, infatti, che la manipolazione di mercato è illecito che offende il "mercato", non già nella sua accezione di luogo indefinibile dove avvengono gli scambi, ma inteso come meccanismo di formazione dei prezzi, che rileva, nel caso di specie, quale "interesse" al mantenimento dei prezzi degli strumenti finanziari ad un livello fisiologico<sup>58</sup>.

Proprio perché tale interesse rappresenta (e non può essere altrimenti) lo scopo della fattispecie, e non un mero bene giuridico oggetto di tutela, ecco che si giungerebbe ad allargare a dismisura le "maglie" della norma incriminatrice e a minare in maniera ingiustificata il principio della libertà di espressione, soprattutto nella sua accezione di *free speech*, se si ipotizzasse l'applicabilità della norma in esame ai consigli finanziari diffusi a mezzo *social*, senza "saldare" la realizzazione dell'illecito con l'elemento soggettivo o a un pericolo concreto per il mercato.

Si tratta di un aspetto particolarmente problematico, anche in ragione delle difficoltà oggettiva di delimitare la nozione di informazione finanziaria, intesa come quell'insieme di informazioni che sono alla base delle decisioni di negoziazione finanziaria e di relativo investimento. Se, infatti, si volesse individuare un bene protetto, occorrerebbe stabilire di quali informazioni debba trattarsi e, all'interno di tale insieme, quale sia il sotto-insieme rappresentato dalle informazioni che vengono in rilievo ai fini della manipolazione di mercato<sup>59</sup>. Motivo per cui estendere senza riserve l'ambito di

---

<sup>58</sup> Per approfondimenti, si rinvia a F. MUCCIARELLI, Art. 184, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, t. III, Torino, 2012, 2322 ss.

<sup>59</sup> Non si può, infatti, parlare genericamente di informazioni che siano alla base delle decisioni di negoziazione, altrimenti la norma sarebbe del tutto indeterminata non potendosi tradurre in elementi suscettibili di verifica empirica e processuale, ma occorre circoscrivere il campo a quelle informazioni che siano valide secondo un ragionamento economico razionale: soltanto alcune informazioni, siccome attinenti agli elementi di valutazione che, secondo il sapere e la razionalità economico-

applicazione dell'art. 185 T.U.F. verso “terreni incogniti” solleva più di una perplessità, soprattutto in termini di certezza del diritto.

Del resto, anche con riguardo all'art. 187-ter T.U.F., si è già fatto cenno alla struttura della norma, “costruita” con un rinvio ampio e generalizzato alle disposizioni della MAR e del T.U.F. Circostanza che non ha contribuito ad avere un quadro *ex-ante* di ciò che può comportare l'irrogazione di sanzioni anche di rilevante gravità, sebbene, come noto, in materia d'illecito amministrativo, le esigenze di precisione e determinatezza si presentino meno stringenti che in ambito penale.

### 5.3. *La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte.*

A fronte di queste perplessità, nemmeno le disposizioni in materia di responsabilità civile sembrano prestarsi ad essere utilizzate utilmente in tale contesto.

Non è mancata, però, nei decenni passati, una grande attenzione al tema della responsabilità civile derivante dalla diffusione di informazioni inesatte al mercato finanziario e, più in generale, ai terzi<sup>60</sup>.

Nuovi mezzi di informazione e nuove figure professionali, deputate a fornire servizi di informazione di varia natura, hanno, difatti, determinato la riscoperta di un problema che, nel nostro ordinamento, ha conosciuto una prima soluzione nell'art. 2395 c.c., norma che prevede la risarcibilità del danno (direttamente) cagionato al socio o al terzo da una condotta dolosa o colposa degli amministratori della società. L'ipotesi che il legislatore storico aveva in mente nel momento in cui è stata per la prima volta introdotta tale forma di responsabilità era, infatti, quella della diffusione da parte degli amministratori di informazioni inesatte tramite la redazione del bilancio; informazioni

---

finanziaria, vengono apprezzati dagli investitori nel mercato finanziario, possono annoverarsi fra le informazioni che verosimilmente rappresentano la base economico-finanziaria delle decisioni di negoziazione e di investimento. In questo senso, si può parlare di informazioni *price sensitive*.

<sup>60</sup> F. RANIERI, *La responsabilità da false informazioni*, in G.B. PORTALE (a cura di) *Le operazioni bancarie*, I, Milano, 1978, 261 ss., rileva come proprio in materia di responsabilità per diffusione di informazioni false siano evanescenti i confini tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale. In senso analogo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, in *Contr. e impr.*, 1991, 539 ss.

che condizionavano, in questo modo, le scelte di investimento e disinvestimento dei soci e dei terzi<sup>61</sup>.

Partendo da tale prima forma di responsabilità, si è sviluppata la riflessione giuridica sulla responsabilità da informazione (finanziaria) inesatta e vengono oggi in rilievo, innanzitutto, la responsabilità del revisore nei confronti dei terzi (investitori) per l'erroneità del giudizio sul bilancio, ma anche la responsabilità dell'analista finanziario per aver diffuso o comunicato a terzi una raccomandazione di investimento errata o fuorviante, la responsabilità dell'intermediario finanziario che, in occasione della prestazione di servizi di investimento o di servizi di altra natura a favore dei propri clienti, abbia ad essi fornito informazioni errate o inesatte e, entro certi limiti, la responsabilità del giornalista economico per la pubblicazione di notizie false o non veritiere. È a tale elenco che si potrebbe aggiungere la responsabilità delle agenzie di *rating* per giudizi inesatti comunicati al mercato.

In tutte queste ipotesi si assiste allo svolgimento di un'attività professionale da parte di un soggetto, di norma costituito in forma societaria, caratterizzata da una spiccata rilevanza della componente informativa, la quale costituisce il tramite della lesione arrecata all'investitore. L'investitore, appunto, investe o disinveste (anche) sulla base del giudizio di revisione, della raccomandazione dell'analista finanziario, delle informazioni fornite dall'intermediario finanziario e, seppure in misura minore, della notizia raccontata e interpretata dal giornalista economico. Pur trattandosi di attività professionali

---

<sup>61</sup> Sul punto cfr., ad esempio, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 556 ss., che ricorda la precedente giurisprudenza della Corte di Cassazione romana che aveva riconosciuto, nel 1912, il diritto dell'investitore di ottenere il risarcimento per aver acquistato azioni a un prezzo molto elevato, artatamente gonfiato dalla *misrepresentation* degli amministratori. Cass. Roma, 24 maggio 1912, in Riv. dir. comm., 1912, II, 945 ss., con note di M. D'AMELIO e G.P. CHIRONI, *La responsabilità degli amministratori di società anonime e l'azione individuale dei soci*, rappresenta dunque l'antecedente storico della previsione della responsabilità degli amministratori nei confronti dei soci e terzi per il danno che i primi abbiano direttamente cagionato ai secondi, introdotta dal legislatore del 1942 con l'art. 2395 c.c. In tale sede, la corte romana aveva, tra l'altro, espressamente riconosciuto la natura extracontrattuale della responsabilità in parola. In argomento anche G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, 150 ss.; U. CARNEVALI, *La responsabilità civile degli amministratori per danno ai risparmiatori*, in *Contr. e impr.*, 1988, 84 ss.

profondamente diverse tra loro, ciascuno di tali soggetti ha accesso a un bagaglio di informazioni (pubbliche e non) che vengono poi trasmesse al pubblico indistinto ovvero che vengono rielaborate al fine di fornire al mercato “informazioni di secondo grado”, nella forma di giudizi, opinioni e pareri professionali.

Ulteriore tratto comune alle predette attività è, poi, l’essere svolte in esecuzione di un rapporto contrattuale che, tuttavia, di regola non lega direttamente il soggetto professionale con il fruitore ultimo dell’informazione<sup>62</sup>.

Ebbene, con riferimento alla diffusione di tali tipologie di informazioni al mercato e all’attività dei soggetti ai quali esse sono riferibili, ci si è chiesti, laddove non esistesse una disciplina speciale della responsabilità della figura professionale in questione, se, appunto, una qualche forma di responsabilità dovesse comunque ammettersi e, in ogni caso, se la responsabilità – legislativamente prevista o discendente dalle regole generali in materia di responsabilità civile – dovesse essere qualificata come contrattuale o extra-contrattuale.

Nonostante l’assenza di un rapporto contrattuale tra il professionista e l’investitore, o, comunque, il fatto che il rapporto negoziale eventualmente instaurato non abbia principalmente ad oggetto la fornitura di informazioni, si assiste sovente – e specialmente con riferimento alla figura degli intermediari finanziari bancari – all’instaurazione di un rapporto o di un contatto diretto tra professionista e terzo/cliente, sulla base del quale viene diffusa l’informazione (inesatta o fuorviante). Pertanto, nonostante la mancanza di un vincolo contrattuale, è innegabile che si possa instaurare, sia pure in forma indiretta, tra professionista e terzo un rapporto, che, per caratteristiche, ben può apparire un *tertium genus* tra rapporto contrattuale, il cui inadempimento è disciplinato dall’art. 1218

---

<sup>62</sup> La prestazione cui è contrattualmente obbligato l’intermediario è, infatti, inquadrabile nell’ambito dei servizi di investimento (quali, ad esempio, i servizi di consulenza e di gestione di portafoglio), mentre gli obblighi informativi gravanti sul medesimo, e disciplinati da disposizioni contenute in una pluralità di fonti normative, come la direttiva MiFID (dir. 2004/39/CE) e il d.lgs. n. 164/2007 emanato in sua attuazione, hanno principalmente lo scopo, da un lato, di consentire all’intermediario di calibrare l’investimento proposto sulle caratteristiche personali del cliente e, dall’altro, di dischiudere a quest’ultimo le caratteristiche e i rischi del servizio prestato. In argomento si veda G. FACCI, *Il danno da informazione finanziaria inesatta*, Bologna, 2009, 23 ss.



c.c., e estraneità tra danneggiante e danneggiato, dalla quale viene solitamente fatta discendere la responsabilità aquiliana *ex art. 2043 c.c.* Da qui l'acceso dibattito circa la natura contrattuale o extracontrattuale della responsabilità in cui incorrono le figure professionali ricordate – revisori, analisti finanziari ecc. – qualora forniscano con dolo o colpa informazioni finanziarie inesatte.

In origine si tendeva a negare ogni responsabilità in capo a colui che avesse comunicato ad altri, senza dolo e al di fuori di un rapporto contrattuale avente ad oggetto lo scambio di informazioni, un'informazione falsa, errata o fuorviante<sup>63</sup>.

La riflessione dottrinale che ne è conseguita ha ricondotto la responsabilità da diffusione di informazioni inesatte a quattro tesi principali. Sul presupposto che ci si muovesse su un terreno di confine incerto tra “contratto e torto”<sup>64</sup>, si è fatto ricorso alla figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*)<sup>65</sup>, e, valorizzando, comunque, il particolare rapporto tra il

---

<sup>63</sup> Tuttavia, occorre distinguere tra diffusione di informazioni inesatte che genera responsabilità e diffusione di informazioni inesatte che invece non determina l'insorgere della responsabilità. In particolare, secondo F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 554, occorrerebbe distinguere tra «informazione come consiglio amichevole», «informazione come “servizio”» e «informazione come (elemento confluente in un) “prodotto”». Nella prima ipotesi, ossia quella in cui l'informazione assume le vesti del consiglio amichevole, non potrebbe ritenersi mai integrato il requisito dell'ingiustizia del danno di cui all'art. 2043 c.c., ad eccezione dei casi di dolo di colui che diffonde l'informazione, e, pertanto, dovrebbe essere negato ogni risarcimento. Viceversa, quando l'informazione confluisce in un prodotto, non potrebbe negarsi la responsabilità di chi diffonde l'informazione. I casi problematici – tra i quali sembra rientrare la diffusione di informazioni inesatte da parte dell'agenzia di *rating* – sono, dunque, riconducibili alla seconda ipotesi, in cui la diffusione di informazioni a terzi si presenta come oggetto di un «servizio».

<sup>64</sup> In tal senso, come si evince già dal titolo del contributo, F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss.

<sup>65</sup> Diffusamente sul tema si veda M. MAGGIOLO, *Effetti contrattuali a protezione del terzo*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, I, 39 ss. La teorizzazione della figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi (*Vertrag mit Schutzwirkung für Dritte*) si deve alla riflessione giuridica tedesca sviluppatasi a partire dagli anni '50 circa del secolo scorso (nonostante la sua origine venga generalmente ravvisata nel caso *Gasuhrfall* del 1930, o da alcuni, ancora prima). La figura è ormai tradizionale nell'ordinamento tedesco, e seppure non sia andata esente da critiche, è stata a più

professionista e un soggetto, diverso dal terzo beneficiario dell'informazione, si è richiamata la figura dei rapporti contrattuali di fatto (faktische Vertragsverhältnisse), nel tentativo di estendere alla responsabilità del professionista nei confronti dei terzi la disciplina in materia di inadempimento dell'obbligazione<sup>66</sup>. Se entrambi i filoni presentavano notevoli criticità, gli orientamenti più convincenti gli inquadramenti dogmatici più convincenti elaborati finora in materia di diffusione di informazioni inesatte a terzi rimangono, pertanto, gli altri due: la tesi dell'obbligazione senza prestazione, il cui inadempimento sarebbe fonte di responsabilità contrattuale, e la tesi della responsabilità extracontrattuale (per lesione della libertà negoziale del terzo), ai sensi dell'art. 2043 c.c.<sup>67</sup>

---

riprese elaborata, affermata e riconosciuta da giurisprudenza e dottrina. Nata con riferimento alle esigenze di tutela della persona e dei beni di soggetti terzi rispetto a un contratto, per l'eventualità che questi avessero subito un danno in ragione della condotta del debitore, la figura del contratto con effetti protettivi nei confronti dei terzi è andata progressivamente ampliandosi fino a ricomprendere anche ipotesi in cui il danno lamentato dal terzo fosse qualificabile come danno meramente patrimoniale. L'idea alla base della riflessione dottrinale richiamata sta, dunque, nel fatto che, nei casi in cui il terzo si trova in una posizione in qualche modo connessa a quella del creditore di una particolare obbligazione contrattuale, egli ha diritto alla medesima protezione di cui gode il creditore. In particolare, «*la tutela del terzo dovrebbe dunque seguire gli stessi principi, vale a dire che il debitore sarebbe responsabile anche nei confronti del terzo, per i danni da esso subiti, secondo le regole della responsabilità contrattuale*» (ivi, 40).

<sup>66</sup> La teoria dei rapporti contrattuali di fatto è stata elaborata, per la prima volta da Günter Haupt, nello studio *Über faktische Vertragsverhältnisse*, del 1941 (ora disponibile in traduzione italiana, G. HAUPT, *Sui rapporti contrattuali di fatto*, edizione italiana di G. Varanese, Torino, 2012), e prende le mosse dalla considerazione che nella quotidianità accade sovente di ricevere o eseguire prestazioni senza scegliere la controparte contrattuale o senza determinare il contenuto del contratto e, pertanto, senza che sia ravvisabile un vero e proprio accordo contrattuale. In altre parole, ai fini della sussistenza di un rapporto di natura contrattuale propriamente inteso non sarebbe sempre richiesta la conclusione del contratto ai sensi delle disposizioni del codice civile: sarebbe possibile la sua costituzione in via di fatto, senza dover ricorrere alla figura della conclusione tacita di un contratto che, in alcune ipotesi, dato il suo evidente carattere fittizio, risulterebbe insoddisfacente.

<sup>67</sup> Tra i sostenitori della natura extracontrattuale della responsabilità da diffusione di informazioni inesatte si ricordano F.D. BUSNELLI, *Itinerari europei nella «terra di nessuno tra contratto e fatto illecito»: la responsabilità da informazioni inesatte*, cit., 539 ss. (spec. 558 ss.). Secondo questa tesi, l'affidamento, lungi dall'essere espressione di un particolare «contatto» tra professionista e terzo, che impedirebbe di

Dal quadro così riassunto può trarsi la prevalenza dell'interesse dell'investitore a non essere sviato nell'assunzione delle proprie scelte d'investimento: il legislatore e la giurisprudenza italiani tutelano coloro che, investendo sul mercato dei capitali, o comunque in progetti imprenditoriali, si affidano alle informazioni fornite da soggetti professionali o esperti (quali i revisori, la banca, società emittenti gli strumenti finanziari, intermediari informativi, la società capogruppo rispetto alle controllate, ecc.), con prevalenza rispetto all'interesse di tali soggetti professionali alla libera esplicazione della propria attività imprenditoriale. Inoltre, dalla previsione di numerose disposizioni in materia di poteri della Consob (art. 91 T.U.F.), di comunicazioni al mercato e di trasparenza in relazione agli assetti proprietari e alle operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio, e, in particolare, dalla previsione dei reati di *insider trading* e manipolazione del mercato (artt. 184 e 185 TUF), emerge un ulteriore interesse – questa volta anche di natura pubblicistica – al buon funzionamento del mercato, alla corretta formazione dei prezzi e al corretto andamento delle negoziazioni che hanno luogo sul medesimo Tale interesse, tuttavia, non rileva solamente nella sua dimensione pubblicistica, proprio in ragione del fatto che è in un mercato trasparente e ben funzionante che gli investitori possono compiere scelte di investimento e disinvestimento consapevoli.

Ebbene, la necessaria “professionalità” del soggetto da cui deriva l'informazione trasmessa – che giustificherebbe anche un giudizio di responsabilità, declinato nelle forme analizzate più sopra – non sembra riscontrabile nel caso di opinioni diffuse da soggetti non qualificati attraverso *social network* o altri mezzi di divulgazione digitale.

Senza contare che, in tale dibattito, si inserisce la più recente riflessione della dottrina giuridica italiana in materia di risarcibilità del

---

fare ricorso ai dettami della responsabilità extracontrattuale, è elemento fondamentale nella dinamica di produzione del danno. Sarebbe proprio l'affidamento riposto dal terzo nell'informazione diffusa dal professionista a spingere il primo alla conclusione di un determinato contratto – nel nostro caso, di investimento – che altrimenti non avrebbe concluso ovvero, ma si tratta di ipotesi meno frequenti, a determinare il terzo a non concludere un contratto che altrimenti egli avrebbe invece concluso. L'ingiustizia del danno, nelle ipotesi in cui manchi un'espressa previsione legislativa circa la risarcibilità del pregiudizio in parola, sarebbe dunque ravvisabile nella lesione della libertà contrattuale del terzo, libertà positiva nel primo caso e negativa nel secondo.

danno da *rating*, ora espressamente sancita dall'art. 35-*bis*, come introdotto dal Regolamento UE n. 462/2013, che legittima l'emittente e gli investitori a chiedere giudizialmente il ristoro dei danni subiti a seguito della diffusione di un *rating* errato sul mercato, accantonando la pretesa riconducibilità dell'attività di *rating* al rango di attività protetta dalla libertà di stampa e dalla libertà di pensiero<sup>68</sup>. Anche in tal caso, un'indagine degli arresti giurisprudenziali in materia consente di evidenziare come, nella pratica, le decisioni nelle quali sia stata riconosciuta la responsabilità civile delle agenzie di *rating* nei confronti del mercato siano numericamente non rilevanti<sup>69</sup>, in ragione delle difficoltà nel dimostrare in giudizio, da parte dei danneggiati, la sussistenza di un nesso di causalità tra l'informazione diffusa al mercato e il compimento dell'azione di investimento da parte di costoro. Se tale difficoltà è stata riscontrata nel caso di un soggetto *lato sensu* qualificato come le agenzie di *rating*, non si vede come possa intravedersi un'inversione di tendenza da parte della giurisprudenza e un criterio di valutazione più stringente per le condotte poste in essere da *influencer* che veicolano informazioni su mezzi digitali non rivolti ad una clientela "professionale".

---

<sup>68</sup> Al riguardo si v. P. MONTALENTI, *Le agenzie di rating: appunti*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 512, e, più di recente, in AA.Vv., *Le agenzie di rating*, a cura di A. PRENCIPE, Milano, 2014, 389, che ritiene «superata – o quantomeno confinata nell'angolo delle opinioni minoritarie – la tesi secondo cui l'attività delle agenzie di *rating* deve essere ascritta al diritto fondamentale di libertà di pensiero».

<sup>69</sup> Si rimanda a L. DI DONNA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Torino, 2012; A. SACCO GINEVRI, *Le società di rating nel regolamento CE n. 1060/2009*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 294 ss.; A. DAVOLA, *La responsabilità civile delle agenzie di Credit Rating: giurisprudenza italiana e prospettive di evoluzione dopo il Regolamento 462/2013*, in M. GAGLIARDI (a cura di), *Diritto privato dei mercati finanziari. Profili di qualificazione e di responsabilità*, Pacini, 2017.

6. È, quindi, possibile estendere l'attività di vigilanza ai fin-Tokers e ai social media? Spunti di ricostruzione e soluzioni applicative.

6.1. DSA, codici di condotta, trusted-flaggers e meccanismi di risoluzione alternativa delle controversie.

È possibile fin d'ora tracciare delle conclusioni provvisorie, che consentono, però, di fare un passo in avanti.

È un dato di fatto che il quadro normativo di diritto positivo disegnato per contrastare possibili condotte integranti una manipolazione informativa del mercato appaiono lacunose in presenza di soggetti estranei, in linea di principio, al perimetro di applicazione della normativa e non destinatari degli oneri di diligenza nei confronti degli investitori (come avviene, ad esempio, nel caso degli intermediari).

Volgendo lo sguardo al di fuori del “recinto” del diritto dei mercati finanziari, costituisce una novità di sicuro interesse il nuovo “pacchetto” di interventi regolamentari approvati dall'Unione al fine di rendere più efficiente il controllo esercitato dalle piattaforme sui contenuti digitali pubblicati dagli utenti. In particolare, è meritevole di attenzione, ai fini della nostra analisi, il *Digital Services Act* (“DSA”)<sup>70</sup>, che ridefinisce il quadro delle responsabilità e degli obblighi per i prestatori di servizi di intermediazione online – siano essi fornitori di servizi di mero trasporto (*mere conduit*), che di memorizzazione temporanea (*caching*), ovvero di *hosting* – e, tra questi, le piattaforme digitali, compresi i *social media*<sup>71</sup>.

Il progetto del DSA, come noto, differenzia le sue prescrizioni sulla base della “dimensione” dei destinatari. Si distinguono, dunque, norme di applicazione generale, norme che si applicano alle «piattaforme online» (escludendo le micro-imprese e le piccole imprese) e, infine, norme che si applicano alle sole «piattaforme online di grandi

---

<sup>70</sup> Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2020 relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, COM(2020) 825 final. Il DSA è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE nell'ottobre 2022, e troverà piena applicazione a partire dal gennaio 2024.

<sup>71</sup> Art. 3 DSA rispetto alla Direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico (v. *infra* nota 97).

dimensioni» (le c.d. Very Large Online Platforms (Vlops), vale a dire quelle piattaforme che prestano i loro servizi ad un numero medio mensile di destinatari attivi del servizio nell'Unione pari o superiore a quarantacinque milioni.

In questa complessa architettura normativa, il DSA innesta un importante sistema di co-regolazione.

Innanzitutto, il regolamento non prende in considerazione soltanto i «codici di condotta» (artt. 45 e 46), ma significativamente affianca ad essi anche altre misure di *soft regulation* (per utilizzare la nomenclatura illustrata nel Toolbox della Better regulation); alcune già note, come le «norme volontarie» stabilite dai «competenti organismi di normazione europei e internazionali» (art. 44); altre innovative, quali i «protocolli di crisi» (art. 48), una nuova fonte, dalla non agevole qualificazione, prevista per affrontare circostanze straordinarie che incidono sulla sicurezza o salute pubblica<sup>72</sup>. La redazione di tali protocolli costituenti atti di co-regolazione «atipici»<sup>73</sup> è avviata dalla Commissione e prevede il coinvolgimento, nella fase di elaborazione, sperimentazione ed applicazione, delle Vlops nonché, laddove necessario, delle organizzazioni della società civile.

---

<sup>72</sup> Il Considerando n. 91 DSA si esprime nei seguenti termini: «In tempi di crisi, potrebbe essere necessario adottare con urgenza determinate misure specifiche da parte dei fornitori di piattaforme online di dimensioni molto grandi, oltre alle misure che adotterebbero in considerazione degli altri obblighi che incombono loro a norma del presente regolamento. A tale riguardo, si dovrebbe considerare che si verifichi una crisi quando si verificano circostanze eccezionali che possano comportare una minaccia grave per la sicurezza pubblica o la salute pubblica nell'Unione o in parti significative della stessa. Tali crisi potrebbero derivare da conflitti armati o atti di terrorismo, compresi conflitti o atti di terrorismo emergenti, catastrofi naturali quali terremoti e uragani, nonché pandemie e altre gravi minacce per la salute pubblica a carattere transfrontaliero. La Commissione dovrebbe poter chiedere ai prestatori di piattaforme online di dimensioni molto grandi e ai prestatori di motori di ricerca online di dimensioni molto grandi, su raccomandazione del comitato europeo per i servizi digitali («comitato»), di avviare con urgenza una risposta alle crisi. Le misure che tali prestatori possono individuare e considerare di applicare possono includere, ad esempio, l'adeguamento dei processi di moderazione dei contenuti e l'aumento delle risorse destinate alla moderazione dei contenuti, l'adeguamento delle condizioni generali, i sistemi algoritmici e i sistemi pubblicitari pertinenti, l'ulteriore intensificazione della cooperazione con i segnalatori attendibili, l'adozione di misure di sensibilizzazione, la promozione di informazioni affidabili e l'adeguamento della progettazione delle loro interfacce online».

<sup>73</sup> Si vedano i Considerando 99 e 108, nonché l'48 del DSA.

Venendo, poi, al modello “ordinario” di co-regolazione previsto nel DSA, sia consentita una osservazione preliminare: rispetto ai modelli oggi vigenti, la «cooperazione normativa» nel DSA appare non più soltanto come una tra le possibili opzioni regolative da impiegare, quanto una prassi esistente da razionalizzare.

A differenza della disciplina *ante litteram* della prima Direttiva Privacy degli anni Novanta, oggi l'utilizzo degli strumenti di *soft regulation* è un dato acquisito<sup>74</sup> (basti pensare alle norme europee di standardizzazione o ai sistemi di certificazione tecnica all'interno del New Legislative Framework)<sup>75</sup>.

Il fenomeno, poi, nei tempi più recenti è divenuto particolarmente rilevante quando ad adottare sistemi di *self-regulation* sono state grandi piattaforme *online*<sup>76</sup>.

Nelle intenzioni del DSA vi è, quindi, la volontà di stabilire una procedura che possa offrire una base legale solida e affidabile ad iniziative attualmente esistenti a livello dell'Unione, sebbene su base puramente volontaria (dunque, tecnicamente, forme di mera «auto-regolazione»).

E due sono gli esempi di codici di condotta (già esistenti) che vengono espressamente richiamati: il «codice di condotta contro le forme illegali di incitamento all'odio online»<sup>77</sup> e il «codice “rinforzato”

---

<sup>74</sup> Con riferimento ai codici di condotta, si veda, ad esempio, la Direttiva 2000/31/CE sul commercio elettronico (v. *infra* nota 97) e il Regolamento (UE) 2019/1150 (“Regolamento P2B”).

<sup>75</sup> La legislazione del c.d. New Legislative Framework riguarda l'accreditamento, la vigilanza e la commercializzazione di prodotti come macchine, dispositivi medici, giocattoli, ecc., e si compone attualmente del regolamento CE n. 765/2008, della decisione n. 768/2008; Regolamento UE n. 1020/2019.

<sup>76</sup> In tema di regolamentazione delle piattaforme digitali, si rimanda, per tutti, a M. BASSINI, *Internet e libertà di espressione. Prospettive costituzionali e sovranazionali*, Roma, 2019, 31 ss.

<sup>77</sup> Nel maggio 2016, per prevenire e contrastare la diffusione dell'incitamento all'odio illegale online, la Commissione ha concordato con Facebook, Microsoft, Twitter e YouTube un «Codice di condotta per contrastare l'incitamento all'odio illegale online». Nel corso del 2018 Instagram, Snapchat e Dailymotion hanno aderito al Code of Conduct; Jeuxvideo.com nel gennaio 2019; TikTok nel 2020 e LinkedIn nel 2021. A maggio e giugno 2022, hanno infine aderito rispettivamente, Rakuten, Viber e Twitch. Si veda anche Considerando 62 del DSA.

di buone pratiche sulla disinformazione»<sup>78</sup>, nuova versione del «pioneristico» primo Codice di buone pratiche sulla disinformazione del 2018<sup>79</sup>.

Tale nuovo modello di co-regolazione, che si concretizza in un incoraggiamento verso l'elaborazione di codici di condotta<sup>80</sup>, in uno con le tradizionali disposizioni in tema di *notice and action* introdotte agli artt. 14 del DSA e con le procedure di *notice and e notice and stay down take down* dei contenuti “illegali” di cui agli art. 17 della Direttiva Copyright<sup>81</sup>, possono certamente rappresentare una novità di rilievo in vista di un successivo “riadattamento” alla tutela nei confronti degli investitori *online*.

Non solo: “setacciando” il testo del DSA, possono tornare utili ed essere valorizzate le disposizioni in tema di *trusted flaggers* (o, nella traduzione italiana del DSA, “segnalatori attendibili”), vale a dire quei soggetti terzi che si avvalgono degli strumenti messi a disposizione dai prestatori di servizi *online* per segnalare i contenuti che, a loro avviso, devono essere sottoposti a moderazione o rimozione<sup>82</sup>.

La qualifica di segnalatore attendibile viene riconosciuta dal coordinatore dei servizi digitali di ciascun Stato membro, su richiesta

---

<sup>78</sup> The Strengthened Code of Practice on Disinformation 2022, disponibile al seguente link: [digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2022-strengthened-code-practice-disinformation](https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2022-strengthened-code-practice-disinformation).

<sup>79</sup> Code of Practice on Disinformation 2018, in [digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2018-code-practice-disinformation](https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/2018-code-practice-disinformation).

<sup>80</sup> Anche con riferimento alla funzione di «controllo», il modello di co-regolazione del DSA si pone in maniera diversa. A differenza del modello GDPR, non è previsto un controllo obbligatorio sui codici di condotta. Ciononostante, l'art. 45 attribuisce espressamente alla Commissione ed al Comitato, oltre al ruolo di promozione, la funzione di garantire il rispetto dei principi riguardanti le finalità ed il contenuto dei codici stessi, nonché la loro concreta applicazione. Si preferisce, quindi, ad un controllo formale centrato sui requisiti «soggettivi», un controllo sostanziale sui requisiti «oggettivi» della normativa proposta. Nel progetto di DSA, infine, non vi è cenno alle funzioni di «pubblicità» ovvero di «recepimento». In compenso, al Comitato (e non alla Commissione) è affidata una specifica funzione di monitoraggio ex-post sul conseguimento degli obiettivi dei codici e di pubblicazione dei risultati.

<sup>81</sup> Direttiva (UE) 2019/790 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, sul diritto d'autore e sui diritti connessi nel mercato unico digitale e che modifica le direttive 96/9/CE e 2001/29/CE.

<sup>82</sup> Cfr. art. 22 del DSA. Si veda, su questo, A. DAVOLA, M. MONTI, *Disinformazione e Manipolazione del mercato*, in *Federalismi.it*, 2023, IX, 59 ss.



degli enti «*che [abbiano] dimostrato, tra l'altro, di disporre di capacità e competenze particolari nella lotta ai contenuti illegali e di svolgere le proprie attività in modo diligente, accurato e obiettivo*»<sup>83</sup>. La scelta di individuare nelle piattaforme *online* i destinatari di tali obblighi è coerente con il dibattito che si è sviluppato in tema di *hate speech* e con le caratteristiche intrinseche di tali piattaforme, veri e propri “luoghi pubblici” virtuali, che, in quanto tali, hanno la responsabilità di dotarsi di sistemi che permettano di rimuovere velocemente quei contenuti che danneggiano l'intera comunità virtuale.

Ugualmente duttili nell'operare il bilanciamento dell'interesse individuale alla libertà di espressione e quello della tutela del mercato e della fiducia degli investitori potrebbero essere i meccanismi di Online Dispute Resolution (“ODR”) e di contestazione della decisione di rimozione (ovvero di non rimozione di un contenuto), che troverebbero la loro legittimazione operativa nell'obbligo di istituzione di *certified out-of-court dispute settlement body*, sempre disciplinato dal DSA<sup>84</sup>.

Non sfugge che, però, si tratta di soluzioni provvisorie e di mere ipotesi di lavoro rispetto a un obiettivo (che rimane) ambizioso, quello

---

<sup>83</sup> Considerando 61 del DSA. Il medesimo Considerando menziona quale esempio di segnalatori attendibili l'Europol – soggetto di natura pubblica – e INHOPE – rete globale di linee di emergenza – i quali hanno dimostrato nel corso degli anni di svolgere in maniera affidabile e accurata la propria attività di monitoraggio del *web* per la rimozione di contenuti, rispettivamente, terroristici e pedopornografici

<sup>84</sup> Cfr. art. 21 del DSA. Secondo il Considerando 59 del DSA, «[è] inoltre opportuno prevedere la possibilità di impegnarsi, in buona fede, al fine di una risoluzione extragiudiziale di tali controversie, comprese quelle che non è stato possibile risolvere in modo soddisfacente mediante i sistemi interni di gestione dei reclami, da parte di organismi certificati che possiedano l'indipendenza, i mezzi e le competenze necessarie per esercitare le loro attività in modo equo, rapido ed efficace sotto il profilo dei costi. L'indipendenza degli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie dovrebbe essere garantita anche a livello delle persone fisiche incaricate della risoluzione delle controversie, anche attraverso norme in materia di conflitto di interessi. I diritti applicati dagli organismi di risoluzione extragiudiziale delle controversie dovrebbero essere ragionevoli, accessibili, attraenti, poco onerosi per i consumatori e proporzionati, nonché valutati caso per caso. Se un organismo di risoluzione extragiudiziale delle controversie è certificato dal coordinatore dei servizi digitali competente, tale certificazione dovrebbe essere valida in tutti gli Stati membri».

dell'equilibrata moderazione dei *financial content* diffusi tramite mezzi digitali.

Solo per citare alcune delle criticità riscontrabili, il DSA, ad esempio, non si pronuncia sul tema – già “arato” dalla dottrina con riferimento alle ADR (*Alternative Dispute Resolution*) “tradizionali”<sup>85</sup> – della vincolatività delle decisioni rese dal sistema di risoluzione, nonché sui meccanismi di coordinamento con altri strumenti che il DSA prevede ai fini del controllo sui contenuti presenti sulle (o rimosse dalle) piattaforme (i.e., sistema di reclamo interno e tutela giurisdizionale)<sup>86</sup>. Inoltre, i sistemi ADR in Europa “scontano” il peccato dell'eccessiva frammentazione in termini di disciplina, caratteristiche, poteri istruttori/decisori e, soprattutto, l'insufficiente livello di consapevolezza in capo ai consumatori in merito alle potenzialità e i vantaggi (in termini di costi e tempi) derivanti dal ricorso a tali strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie. A ciò si deve aggiungere che, anche ricorrendo a sistemi di ADR, rimane di difficile quantificazione l'ammontare del danno effettivo che un contenuto *online* possa aver arrecato in termini di impatto sul mercato finanziario, tenuto conto dell'oggettiva difficoltà di discernere quest'ultima casistica dalla fattispecie dell'*enriched commercial speech*, dal discorso puramente economico e dal discorso politico<sup>87</sup>.

In conclusione, il ricorso a modelli di risoluzione extra-giudiziale delle controversie rimane sì una suggestione, ma di sicuro interesse e certamente “futuribile”, specialmente nell'ottica di una potenziale istituzione, a livello europeo, di una serie di organismi di ODR deputati alla risoluzione del contenzioso in materia di gestione dei contenuti *online* ad opera delle piattaforme digitali, che possano mutare le caratteristiche “istituzionali” e procedurali dai modelli di ADR presenti nel settore bancario e finanziario e che possano temperare

---

<sup>85</sup> Si veda V. MIRRA, *Il Financial Ombudsman Service e gli altri rimedi stragiudiziali per le controversie europee in materia di intermediazione finanziaria: alcuni segnali di maturità del sistema*, in *Riv. Arb.*, 2019, IV, 827 ss.; A. MERONE, *Online Dispute Resolution, intermediari digitali e il nuovo paradigma della composizione preventiva e self-executing*, in *Riv. Arb.*, 2022, I, 269 ss.; P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *La nuova giur. civ. comm.*, 2018, IX, 1373 ss.

<sup>86</sup> Si veda art. 20 del DSA.

<sup>87</sup> Cfr. A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 62 ss.

le diverse istanze di tutela della libertà di espressione, protezione del consumatore, e disciplina della manipolazione informativa del mercato<sup>88</sup>.

6.2. *Ancora sugli abusi di mercato e sulla criptica figura dell'“esperto”*.

Muovendoci, invece, all'interno del perimetro della normativa in materia di mercati finanziari, si è ipotizzato di far ricorso al meccanismo di prevenzione dei tentativi di abusi di mercato previsto dall'art. 16, comma 2 della MAR in capo a chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni finanziarie. Tale disposizione si risolve in un obbligo di segnalazione all'autorità competente delle attività sospette che potrebbero costituire manipolazioni di mercato gravi e dolosamente preordinate. Ebbene, tale obbligazione – il cui ambito di applicazione soggettivo è limitato ai gestori e le imprese di gestione di sedi di negoziazione – potrebbe essere estesa ai gestori di piattaforme digitali e ai gestori di *social network* nel momento in cui circolino informazioni suscettibili di incidere sulla stabilità del mercato finanziario<sup>89</sup>. Tutto ciò tenendo fermo il divieto di imporre obblighi generali di sorveglianza, già previsto dalla Direttiva 2000/31/CE sul

---

<sup>88</sup> Tra le altre, va segnalata l'esperienza del Financial Ombudsman Service (“FOS”) inglese ovvero quella dell'Autorité des Marchés Financiers francese e, a tal proposito, si veda G. CARRIERO, *ABF e principali ADR in materia finanziaria: profili comparatistici*, in *Contr. e Impr.*, 2018, I, 35 ss.; D. BEVILACQUA, *Le riforme della vigilanza finanziaria in una prospettiva comparatistica*, in *Giornale dir. amm.*, 2005, II, 20 ss.; G. BOCCUZZI (a cura di), *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 68, 2010. Sebbene meno risalente, è ugualmente significativa l'esperienza maturata nel nostro Paese a seguito dell'istituzione dell'Arbitro Bancario e Finanziario e dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie attraverso la legge di tutela del risparmio: per un'analisi del ruolo dei due organi, v. R. LENER, *L'Arbitro per le Controversie Finanziarie presso la Consob: genesi, struttura e funzione. Differenze rispetto al modello dell'ABF*, in *Aa.Vv.*, *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, diretto da D. Mantucci, vol. XV, Napoli, 2019, 281 ss. Con riferimento ai modelli extra-europei, utile può risultare un riferimento a A. ANTONUCCI, *The Mandatory ADR in the Financial Services*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, IV, 284 ss.

<sup>89</sup> Si veda ancora A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 60 ss.

commercio elettronico<sup>90</sup> e confermato all'art. 7 del DSA, che è in sé cruciale per ottenere il giusto equilibrio, da un canto, tra i diritti fondamentali da tutelare anche nel mondo online, la libertà di espressione e la libertà di ricevere informazioni degli utenti e, dall'altro, la libertà di impresa (che non deve essere compressa da oneri eccessivi per i prestatori di servizi).

La regolazione può giungere in soccorso anche rovesciando la prospettiva. Muovendo, cioè, da una serie di obblighi di condotta, già tratteggiati nella stessa MAR, nelle raccomandazioni formulate dall'ESMA<sup>91</sup> e, per quanto riguarda il diritto interno, nelle Linee Guida emanate dalla Consob in materia di mercati finanziari sui *social media*<sup>92</sup> e astrattamente applicabili anche a soggetti operanti nell'ambiente digitale *online*, al di fuori di quelli tradizionalmente individuati dal T.U.F.

Ma procediamo con ordine. La Consob, nella Linee Guida, fa esplicito riferimento all'adempimento degli obblighi informativi previsti dalla MAR in ordine alla corretta presentazione e di comunicazione di informazioni che raccomandano o consigliano una strategia d'investimento e ne estende l'applicazione non soltanto i soggetti che professionalmente producono raccomandazioni di investimenti ma anche i c.d. "esperti", definiti come coloro che «*si presentano come dotati di esperienza o di competenza finanziaria, ovvero sono così percepiti dai partecipanti al mercato in relazione alle modalità di presentazione delle raccomandazioni da essi prodotte*»<sup>93</sup>.

---

<sup>90</sup> Direttiva 2000/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2000 relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno («Direttiva sul commercio elettronico»), Gazzetta ufficiale n. L 178 del 17/07/2000 pag. 0001-0016.

<sup>91</sup> Cfr. ESMA, Statement on Investment Recommendations on Social Media, 28 October 2021, ESMA70-154-2780.

<sup>92</sup> Consob, Linee Guida, Raccomandazioni di investimento, N. 2/2017, ottobre 2017.

<sup>93</sup> Consob, Linee Guida, cit., §2.4.3, che rimandano all'art. 3, par. 1, punto 34(i) della MAR e all'art. 1(a) del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione del 9 marzo 2016 che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse.

E, quindi, una risposta alternativa potrebbe discendere dall'utilizzo della categoria dell'esperto per perseguire la divulgazione di notizie false o fuorvianti da parte di soggetti che, "muovendosi" sulle piattaforme digitali e sui *social network*, siano in grado di convogliare un ampio seguito e, di conseguenza, e di "orientare" il mercato. Una ricostruzione, quest'ultima, che merita di essere vagliata, soprattutto se sostenuta da un'estensione del perimetro operativo delle autorità di vigilanza e dal consolidamento di un flusso informativo costante tra queste autorità e le piattaforme, che potrebbe, addirittura, prefigurare la possibilità di un ricorso allo strumentario del DSA e, ancor di più, richiedere la rimozione del contenuto attraverso il sistema di *notice and action*<sup>94</sup>.

Non stupisce, dunque, che anche le Linee Guida menzionino il numero di *follower* tra i parametri identificativi della figura dell'esperto<sup>95</sup>. E che si possa trarre ispirazione dalla disciplina dell'art. 187-ter T.U.F. approntata per i giornalisti che diffondono professionalmente informazioni qualificate per riconoscere, «*tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione*», una responsabilità qualificata a carico di soggetti "professionalmente" credibili presso il pubblico.

Com'è ovvio, si tratta di una soluzione "ambiziosa" che solleva non pochi dubbi e che, perciò, potrebbe apparire un *ballon d'essai* più che uno strumento praticabile, innanzitutto perché la locuzione "esperto" implica la necessaria presenza di una competenza specifica in materia di cui l'*influencer* difetta nel momento in cui veicola la propria opinione in merito a uno strumento finanziario (specialmente se neofita nel mercato della finanza e impreparato nella raccomandazione di investimenti)<sup>96</sup>. Per quanto, come abbiamo già visto *supra*, l'elemento della cognizione tecnica non caratterizzi la definizione di *influencer*<sup>97</sup>, la soluzione proposta potrebbe, se del caso, applicarsi solo ai c.d. *fin-fluencers* o ai c.d. "guru della web finance" e non a chiunque detenga un numero (pur) significativo di *follower*, perché la diffusione di informazioni da parte di questi ultimi, proprio in virtù della limitata visibilità di cui godono, non raggiungono quelle ideali "soglie di

<sup>94</sup> Cfr. art. 14 ss. del DSA.

<sup>95</sup> Consob, Linee Guida, cit., §2.4.4.

<sup>96</sup> Si rimanda a A. DAVOLA, M. MONTI, *op. cit.*, 60 ss.

<sup>97</sup> Si veda *supra* nota n. 28.

punibilità” (per mutuare tale locuzione dal linguaggio penalistico) che le renderebbe perseguibili dalle autorità di vigilanza. Un bilanciamento che, se, da un canto, appare rispettoso di un principio di libertà di espressione del *fin-influencer*, dall’altro, costituisce una resa rispetto al livello di imprecisioni e informazioni false e decettive che i *social network* possono diffondere. Al punto che ritorna prioritaria l’attività di informazione e di educazione condotta dalle autorità di settore<sup>98</sup>.

### 7. Considerazioni conclusive

È tempo di arrivare alle conclusioni. Gli operatori del diritto, è vero, potrebbero esser tentati di “liquidare” i *social media* e le moderne modalità di comunicazione ed espressione in rete, come i *meme* e gli *hashtag*, come scarsamente rilevanti per il diritto finanziario. Questo contributo ha tentato di muoversi in direzione opposta e dimostrare come quest’approccio non colga nel segno.

Non si può non considerare il FinTok come un nuovo paradigma per i mercati finanziari, con ramificazioni significative per il diritto dei consumatori e per l’attività di supervisione. Mentre la letteratura precedente si è concentrata sulle implicazioni dottrinali relative al rapporto tra piattaforme *social* e i mercati finanziari (anche dal punto di vista consumeristico), questo saggio allarga la prospettiva per (tentare di) includere i *social media* come nuovo strumento metodologico per la regolamentazione e la supervisione finanziaria.

In particolare, si è sostenuto che le piattaforme di *social media* come TikTok offrono un terreno fertile per comprendere le esperienze e le attitudini dei consumatori, in particolare più giovani e i nativi digitali, e le norme sociali emergenti nei mercati digitali del credito. A sua volta, l’analisi qualitativa dei contenuti *social* può essere utilizzata dalle autorità di regolazione finanziaria come nuovo strumento per svolgere tre funzioni principali: la supervisione e l’attività di *enforcement* nei confronti dei soggetti destinatari della regolazione, nonché il monitoraggio più generale del mercato.

Si sostiene, invece, che le autorità di regolazione dovrebbero far leva sull’analisi e sul “tracciamento” dei contenuti dei *social media* per identificare i primi “segnali di allerta” per la tutela dei consumatori, in

---

<sup>98</sup> Si rimanda *supra* a nota n. 11 e *infra* a nota n. 108.

particolare nei mercati digitali meno maturi, e trattare questi indici come momento di innesco e “termometro” per l’avvio di ulteriori indagini. Che potrebbero culminare in interviste di *follow-up* con un sotto-campione di “FinTokers” e “fin-influencers”, facendo ricorso a tecniche di etnografia digitale sviluppate in altri campi e utilizzate in altri campi del diritto, come il diritto fallimentare e i mercati tradizionali del credito al consumo<sup>99</sup>, oltre che esplorare, da parte dei regolatori, l’uso di metodologie più quantitative per l’analisi dei contenuti *social*.

Da ultimo, si è anche tentato di argomentare a favore della riconducibilità dell’attività dei *fin-influencers* che forniscano consigli finanziari decettivi e/o fuorvianti all’interno del travagliato cammino della riforma euro-unitaria del *market abuse* e della disciplina penalistica (e amministrativa) della manipolazione del mercato nel T.U.F. Soluzione che non ha suscitato particolare entusiasmo. Una delle maggiori criticità si è riscontrata con riguardo all’idoneità delle regole di responsabilità civile a fornire risposte alle problematiche connesse alla diffusione di informazioni inesatte, proprio in ragione della dualità tra soggetti informati e danneggiati. Due figure che, nel mercato finanziario, non sono perfettamente coincidenti. Se, infatti, i destinatari di un’informazione resa al mercato debbono genericamente identificarsi nella categoria degli investitori, unitamente e complessivamente considerata, viceversa dovranno considerarsi danneggiati soltanto coloro che abbiano posto un legittimo (e dimostrabile) affidamento sulla notizia fornita e, dunque, l’abbiano posta a fondamento della propria attività economica<sup>100</sup>.

---

<sup>99</sup> Per una prima introduzione al tema dell’etnografia digitale, si veda R. KOZINETS, *Netnography: Redefined*, Sage Publications, 2015; S. PINK, H. HORST, J. POSTILL, L. HJORTH, T. LEWIS E J. TACCHI, *Digital Ethnography: Principles and Practice*, Sage Publications, 2015; R. ROGERS, *Metodi digitali. Fare ricerca sociale con il web*, Bologna, 2016.

<sup>100</sup> In tal senso, si è già evidenziato *supra* come la lesione degli interessi individuali degli investitori – necessaria a legittimarli alla pretesa risarcitoria – rilevarebbe, nel caso di informazione falsa ovvero inesatta indirizzata al sistema finanziario, esclusivamente in quanto mediata dal meccanismo di formazione del prezzo (fenomeno che, dunque, si realizza a livello impersonale sul mercato), il quale risulta alterato rispetto a quello che si sarebbe determinato ove il mercato fosse stato correttamente informato. Si tratta, invero, di un problema difficilmente superabile mediante il ricorso ai meccanismi di tutela attualmente presenti: non sorprende, di conseguenza, come da più parti sia emersa la proposta di introdurre a carico dei

Più suggestiva è parsa la possibilità di utilizzare il pacchetto sulla nuova *governance* digitale e, in particolare, il DSA, al fine di estendere le funzioni di vigilanza e supervisione anche ai *fin-influncers* e a coloro che dispensano consigli di natura finanziaria sul *web*. Ma, al fondo, tutte le soluzioni prospettate nel presente contributo saranno inefficaci in mancanza di una decisa presa di coscienza relativamente a due aspetti di scottante attualità e “attenzionati” dalle autorità di regolazione nel corso degli ultimi anni, specialmente alla luce della decentralizzazione e digitalizzazione dei processi finanziari: da un lato, la centralità dell’educazione finanziaria nello sviluppo di una generazione di utenti accorta ed in grado di valorizzare adeguatamente le proprie preferenze d’investimento<sup>101</sup>; dall’altra, l’importanza cruciale del ruolo rivestito dagli intermediari (e, più in generale, dai soggetti vigilati) quali “cerniera” tra l’investitore al dettaglio e il mercato nel suo complesso, necessari non solo in termini di supporto alla valutazione delle preferenze del cliente ma anche per minimizzare l’impatto proveniente da un’eventuale diffusione di informazioni inesatte ovvero fuorvianti sui canali della società digitale.

---

soggetti che diffondano informazioni false o fuorvianti nel mercato finanziario un regime di responsabilità oggettiva (declinato in vari modi a seconda della ricostruzione considerata), che prescindano dalla dimostrazione del nesso causale e dell’elemento soggettivo della condotta. Si veda ancora G. FERRARINI, *La responsabilità da prospetto. Informazione societaria e tutela degli investitori*, Milano, 1986, *passim*; G.B. PORTALE, *op. cit.*, 3 ss.;

<sup>101</sup> Su questo, oltre ai contributi citati *supra*, si rimanda, più recentemente, a Report della Banca d’Italia datato 20 luglio 2023 “Indagini sull’alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia: adulti”, a cura di S. LAMBOGLIA, M. MARINUCCI, M. STACCHINI e P. VASSALLO.



## **Gli ecosistemi collaborativi nel diritto bancario e finanziario: l'open finance e il ruolo dell'interoperabilità**

**SOMMARIO:** 1. Le caratteristiche dei dati e la generazione di (nuovo) valore – 2. Limiti alla condivisione dei dati – 3. I requisiti tecnici per la realizzazione di ecosistemi *data driven* – 4. I soggetti dell'*open finance* e le regole a loro applicabili – 5. Considerazioni sulla proposta di regolamento sul *Financial Information Data Access* – 6. Conclusioni

### *1. Le caratteristiche dei dati e la generazione di (nuovo) valore*

1.1 Gli ecosistemi collaborativi<sup>1</sup> abilitati dalla tecnologia dell'informazione hanno la straordinaria capacità di rendere possibile la produzione di ricchezza impiegando dati<sup>2</sup>. Si tratta di modelli sviluppati in specifici settori o segmenti di mercato in cui individui o operatori economici, collaborando tra loro, mettono in comune risorse o competenze al fine di produrre beni e servizi a condizioni più favorevoli rispetto a quelle che potrebbero ottenere sfruttando esclusivamente le risorse a disposizione di ciascuno<sup>3</sup>.

---

\* Il presente scritto costituisce una versione ampliata e aggiornata del contributo presentato al convegno ADDE “Il mercato del valore: prospettive di Diritto dell'Economia” che si è svolto a Trento il 23 giugno 2023. Desidero ringraziare la Prof.ssa Valeria Falce, la Prof.ssa. Eugenia Macchiavello e il Prof. Antonio Davola per gli spunti di riflessione forniti in occasione della presentazione della prima versione del lavoro.

<sup>1</sup> In questo contesto, ci si riferisce ad una nozione atecnica di ecosistema, tesa ad evidenziare l'interazione tra diversi operatori economici che condividono alcuni interessi, operando nello stesso mercato o in mercati contigui. Nell'ambito del diritto europeo, il termine ecosistema è utilizzato anche per riferirsi ai cd. ecosistemi digitali ed in tale contesto è puntualmente definito. Sul punto si veda, V. FALCE, *Piattaforme ed ecosistemi digitali. Scelte pro-concorrenziali*, *Rivista di Diritto Industriale*, 1, 2023, in corso di pubblicazione.

<sup>2</sup> H. BAARS-A. TANK-P. WEBER-H.G. KEMPER-H. LASI-B. PEDELL, *Cooperative Approaches to Data Sharing and Analysis for Industrial Internet of Things Ecosystems*, in *Appl. Sci.*, 2021, 11, 7547, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.3390/app11167547>.

<sup>3</sup> Talvolta, la cooperazione tra operatori economici consente anche di offrire servizi che altrimenti non potrebbero essere offerti dalla singola impresa. Si pensi ad esempio ai servizi aventi ad oggetto informazioni relative ai conti di pagamento:

I dati possono essere agevolmente condivisi. Anche per questo motivo i modelli di business che si fondano sulla disponibilità di dati, sul loro utilizzo ed elaborazione ben si prestano a dinamiche collaborative. A tal riguardo, occorre tenere in considerazione tanto le caratteristiche peculiari delle tipologie di dati che vengono in rilievo – sia con riferimento all’oggetto a cui si riferiscono sia alle caratteristiche tecniche (relative, ad esempio, al formato dei dati) – quanto dei soggetti che li detengono e delle attività che svolgono.

Vi è una naturale tensione tra l’esigenza di tutela delle proprie quote di mercato e i potenziali vantaggi derivanti dalle dinamiche di rete, che trova diversa composizione in relazione al settore di riferimento. Questa è una delle ragioni per cui dinamiche siffatte risultano avere una diversa probabilità di realizzazione e livelli di efficienza eterogenei in mercati differenti: nel settore bancario e finanziario, ad esempio, la condivisione di informazioni tra operatori economici risulta essenziale per il successo dei modelli *open* (tra cui anzitutto l’*open banking*<sup>4</sup> e

---

questi necessariamente presuppongono l’interazione tra diverse imprese in quanto non potrebbero essere prestati se l’operatore economico non avesse accesso ai relativi dati di pagamento.

<sup>4</sup> Per un approfondimento sui profili giuridici dell’*open banking*, si vedano in letteratura, tra gli altri, M. RABITTI – A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in F. Capriglione (a cura di) *Liber Amicorum per Guido Alpa*, Padova, 2019; F. MAIMERI – M. MANCINI (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d’Italia*, 2019; F. CIRAIOLO, *La prestazione di servizi di pagamento nell’era del FinTech e dell’Open Banking*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, vol. II, Torino, 2019, 227 e ss.; A. BURCHI – S. MEZZOCAPO – P. MUSILE TANZI – V. TROIANO, *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, in *Quaderni FinTech Consob*, 2019; M. C. PAGLIETTI – M. I. VANGELISTI (a cura di), *Innovazione e regole nei pagamenti digitali. Il bilanciamento di interessi nella PSD2*, Roma, 2020; F. CIRAIOLO, *Open Banking, open problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei “sistemi bancari aperti”*, in *Riv. Diritto bancario*, 2020, I, 611 e ss.; B. RUSSO, *L’evoluzione dei sistemi e dei servizi di pagamento nell’era digitale. Atti del Convegno nazionale in ricordo del Prof. Giuseppe Restuccia*, Padova, 2020; A. GENOVESE – V. FALCE (a cura di), *La portabilità dei dati in ambito finanziario*, *Quaderni Fintech Consob*, n. 8, aprile 2021; L. JENG, *Open Banking*, Oxford University Press, 2021; BANCA D’ITALIA, *Psd2 e Open Banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti*, Novembre 2021; J. CASANOVA - M. SAVOIE - A. TWIST,

l'*open finance*<sup>5</sup>) e l'instaurazione di dinamiche cooperative appare teoricamente in grado di produrre valore per tutti gli appartenenti alla catena del valore<sup>6</sup>, specialmente perché non vi è piena fungibilità tra gli operatori. In particolare, in questo settore assume rilevanza centrale la fiducia e dunque, anche operatori più grandi, aventi a disposizione molti dati (o comunque con la capacità di ricavarli da quelli in proprio

---

*Regulation of payment systems*, in J. CASANOVA - M. SAVOIE (a cura di), *Payment Services. Law and Practice*, Elgar Financial Law and Practice series, 2022, 101 e ss.; BANCA D'ITALIA, *Competition and Payment Services Conference Papers Banca d'Italia*, Rome, 16-17 June 2022 Collection of contributions and writings by Vincenza Profeta, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Numero 93 – Dicembre 2022.

<sup>5</sup> D. AWREY-J. MACEY, *The Promise and Perils of Open Finance*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 632/2022, University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics Research Paper No. 956, 28 febbraio 2022. Per un approfondimento sull'*open finance* e sul rapporto in cui si pone con l'*open banking* si veda, inoltre, F. DE PASCALIS, *The Journey to Open Finance: Learning from the Open Banking Movement*, in European business law review, 04/2022, Volume 33, Fascicolo Issue 3; S. VEZZOSO, *The Critical Journey from Open Banking to Open Finance*, 30 giugno 2022, disponibile al seguente link <https://ssrn.com/abstract=4150255> e F. FERRETTI-P. PETKOFF, *Open finance and consumer protection: uneasy bedfellow*, Law and Economics Yearly Review, Volume 11 – Part 2 – 2022, 26.

Si tratta di una nozione fatta propria anche dalle autorità europee. Per *open finance* si intende l'evoluzione del paradigma *open banking* applicato anche a settori ulteriori: difatti, nell'ambito dell'*open finance* consumatori ed imprese potranno autorizzare soggetti terzi (TPP) ad accedere ai loro dati e ad avviare transazioni finanziarie per loro conto. A differenza dell'*open banking*, il cui ambito applicativo è limitato ai soli conti di pagamento, l'*open finance* e i relativi obblighi da questo derivanti troveranno applicazione a tutti i (o quantomeno alla maggior parte dei) i dati relativi alla prestazione di servizi finanziari. È, dunque, chiaro che l'estensione dell'ambito oggettivo e soggettivo del perimetro di condivisione delle informazioni potrà favorire lo sviluppo di una forte interoperabilità di banche dati e servizi – anche *cross-sectoral* – nell'ottica del perseguimento della massima concorrenza. Quanto al perimetro di dati "finanziari" a cui si applica la disciplina del *financial information data access*, questo è piuttosto ampio ma comunque individuato in modo puntuale nell'ambito dell'art. 2 della Proposta di regolamento.

Sulla naturale evoluzione tra i due modelli, si veda OECD, *Shifting from Open Banking to Open Finance: Results from the 2022 OECD survey on data sharing frameworks*, OECD Business and Finance Policy Papers, OECD Publishing, Paris, 2023 disponibile al seguente link <https://doi.org/10.1787/9f881c0c-en>.

<sup>6</sup> Per alcune riflessioni introduttive sul tema si veda L. FRATINI PASSI, *Open finance: tendenze e innovazione collaborativa*, in Minerva Bancaria, 2023, 81 e ss.

possono) possono trarre utilità dalla condivisione dei dati e dalla possibilità di veicolare i propri servizi per il tramite di altri soggetti. Gli intermediari di dimensioni più ridotte possono, infatti, essere depositari della fiducia dei clienti e rappresentare un canale di acquisto preferenziale di prodotti; in questo contesto, dunque, l'instaurazione di modelli cooperativi consente anche agli operatori più strutturati di ampliare il novero di destinatari dei propri servizi<sup>7</sup>.

In tale ambito emerge, poi, come la condivisione dei dati rappresenti spesso un mezzo oltretutto un fine, in quanto taluni operatori appaiono interessati non solo e non tanto all'accesso ai dati detenuti dai *competitors* al fine di erogare servizi, quanto piuttosto all'accesso a ulteriori canali distributivi. La predisposizione dell'infrastruttura tecnologica necessaria per la condivisione dei dati può dunque essere utilizzata anche per questo ulteriore scopo<sup>8</sup>.

1.2 In termini generali, i dati – per loro natura – non si consumano con l'utilizzo, anzi: l'impiego dei dati e la loro combinazione risultano idonei a generare nuove informazioni, a loro volta analizzabili e utilizzabili per finalità ulteriori<sup>9</sup>. La compravendita di dati non determina il venir meno di tali risorse nella disponibilità del venditore, ma tradizionalmente dà luogo alla moltiplicazione degli stessi<sup>10</sup>. Il dato

---

<sup>7</sup> Ciò è ancora più evidente quando si tratti di servizi cd. ibridi. In questo caso, spesso la presenza sul territorio è determinante per raggiungere determinate fasce di clientela. Dunque, anche operatori più grandi e strutturati possono avere interesse a collaborare con intermediari radicati sul territorio.

<sup>8</sup> Ad ogni modo, si tratta di due *business models* molto differenti e non sempre la condivisione dei dati detenuti da operatori economici è accompagnata dalla commercializzazione dei propri prodotti sulle piattaforme di altri operatori. Più specificamente sui diversi modelli di business, tra cui il *banking as a platform* e il *banking as a service*, si veda il paragrafo 6.

<sup>9</sup> Cfr. Y. CARRIERE-SWALLOW-V. HAKSAR, *The Economics and Implications of Data An Integrated Perspective*, International Monetary Fund Strategy, Policy, and Review Department, n. 19/16, Settembre 2019, 13 e ss. Specificamente, con riferimento a modelli di business integralmente digitali (cd. Digital-based), si veda C. CORRADO-J. HASKEL-M. IOMMI-C. JONA-LASINIO, *The value of data in digital-based business models: Measurement and economic policy implications*, OECD Economics Department Working Papers, No. 1723, OECD Publishing, Paris, 8 agosto 2022, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.1787/d960a10c-en>.

<sup>10</sup> H. VARIAN, *Artificial Intelligence, Economics, and Industrial Organization*, in *The Economics of AI: An Agenda*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research 2018 evidenzia che la circostanza che il godimento del dato da parte di

compravenduto è usualmente condiviso. E l'operazione di condivisione, se effettuata in modo tecnicamente corretto, non determina la compromissione del dato originario e – a maggior ragione se poi è accompagnata dall'integrazione con altri dati già nella disponibilità del beneficiario – risulta idonea ad aumentare il valore delle informazioni.

E ciò dipende anzitutto dalle caratteristiche proprie dei dati<sup>11</sup>.

Difatti, il dato – da un punto di vista economico – è un bene caratterizzato da non rivalità e parziale escludibilità<sup>12</sup>.

Con riferimento alla non rivalità, la digitalizzazione dei dati ne elimina di fatto i costi di duplicazione e trasferimento e ciò fa sì che l'utilizzo del bene da parte di un soggetto non riduca la possibilità che lo stesso venga fruito – contestualmente – da altri; quanto invece alla sola parziale escludibilità, ci si riferisce alla circostanza che, dopo che

---

ulteriori soggetti non comporti costi ulteriori (cd. non rivalità dei dati) si deve al fatto che questi sono raramente compravenduti con le modalità usuali per altri beni, ma piuttosto ne viene concessa una licenza per impiegarli per scopi determinati. Pertanto, la questione economica del controllo dei dati si riferisce anzitutto alla possibilità di accedervi, più che alla proprietà sugli stessi.

<sup>11</sup> Y. CARRIÈRE-SWALLOW-V. HAKSAR, *The Economics and Implications of Data An Integrated Perspective*, *op. citata*.

<sup>12</sup> In termini generali, l'informazione costituisce un 'public good' caratterizzato da non rivalità e può essere diffusa e condivisa verso una pluralità di soggetti, a costi marginali del tutto trascurabili. Ciò che attribuisce un valore monetario all'informazione è sia l'esistenza di uno specifico regime giuridico di privativa (esistenza di diritti di proprietà intellettuale o regole di pubblicistiche che ne limitino il trattamento o trasferimento) che impedisca di qualificare tale dato come un bene pubblico. Per considerazioni sul punto, calate nel contesto dei dati finanziari si veda G. BARBA NAVARRETTI-G. CALZOLARI-A. F. POZZOLO, *Open Banking's Promise of a Financial Revolution: Are We Falling Short?*, in *European Economy. Banks, Regulation, and the Real Sector*, 18 aprile 2023, 11.; C.I. JONES-C. TONETTI, *Nonrivalry and the Economics of Data*, *American Economic Review*, 110 (9), 2020. Per il vero, i dati potrebbero essere beni pienamente escludibili qualora fossero detenuti offline in sistemi sicuri e isolati (dove il rischio di accesso da parte di terzi sarebbe quindi idealmente escluso). Modalità di conservazione dei dati siffatte non solo risulterebbero particolarmente costose, ma ridurrebbero grandemente il valore sociale e commerciale degli stessi, escludendone l'utilizzabilità per tutte quelle applicazioni basate sulla condivisione e/o l'accesso a dati raccolti in tempo reale.

il dato è stato prodotto, è possibile solo in parte escluderne l'accesso a terzi<sup>13</sup>.

Per queste ragioni, gli ecosistemi aventi quale oggetto principale l'elaborazione dei dati ben si prestano a generare nuovo valore e le informazioni, architrave della *data economy*, costituiscono naturalmente elemento di base di modelli generativi di ricchezza. Le informazioni risultano, peraltro, più preziose quanto più sono precise e dettagliate e ciò è reso possibile dall'unione del dato ad altri dati. La *data integration* consente di costruire *data set* più ampi, contenenti informazioni provenienti da fonti diverse che rendono possibili elaborazioni ulteriori e più accurate (a maggior ragione quando le varie informazioni siano opportunamente classificate e conferite in formati standardizzati e *machine readable*)<sup>14</sup>.

Proprio in considerazione di tali caratteristiche dei dati, i soggetti che li detengono e operano con questi sono incentivati – almeno in astratto – a dinamiche cooperative<sup>15</sup>: difatti sebbene, in una prima fase, è possibile che la condivisione dei dati faccia cessare (o quantomeno indebolisca) posizioni di potere di mercato di coloro che abbiano raccolto i dati e li conservino<sup>16</sup>, successivamente anche tali soggetti potrebbero trarre significativi vantaggi dalla circolazione delle informazioni. Non solo per il corrispettivo – monetario o in natura (consistente nell'accesso alle informazioni detenute da altri operatori) – che potrebbero trarre da un'eventuale cessione a terzi dei dati di cui

---

<sup>13</sup> È necessario sostenere ingenti costi al fine di prevenire attacchi informatici ed impedire che i dati detenuti siano sottratti e utilizzati da terzi per finalità ulteriori rispetto a quelle consentite (si pensi, con riferimento ai dati personali degli utenti, alla necessità di tenere conto delle diverse basi giuridiche che consentono solo determinati impieghi del dato).

<sup>14</sup> Per un approfondimento sugli strumenti di elaborazione ed analisi, basati anche sull'utilizzo di intelligenza artificiale, si veda A.M. RAHMANI-E. AZHIR-S. ALI-M. MOHAMMADI-O.H. AHMED-M. YASSIN GHAFOR-S. HASAN AHMED-M. HOSSEINZADEH, *Artificial intelligence approaches and mechanisms for big data analytics: a systematic study*, PeerJ Comput Sci., aprile 2021, 14; 7:e488, disponibile al seguente link <https://www.ncbi.nlm.nih.gov/pmc/articles/PMC8053021/>

<sup>15</sup> A. COZZOLINO – F. ROTHARMEL, *Discontinuities, competition, and cooperation: Cooperative dynamics between incumbents and entrants*, Strategic Management Journal, 2018; 39: 3053–3085, disponibile online al seguente link <https://doi.org/10.1002/smj.2776>

<sup>16</sup> Giova precisare che tale potere può derivare non solo dalla disponibilità dei dati ma anche dalla capacità, anzitutto tecnica, di analizzarli.

dispongano, ma anche per ulteriori benefici derivanti da dinamiche di rete abilitate dalla condivisione di informazioni e protocolli informatici: ad esempio, l'utilizzo dei dati ottenuti da terzi per erogare servizi a valore aggiunto in favore della clientela nonché la commercializzazione dei propri servizi attraverso ulteriori piattaforme.

1.3 Come anticipato, anche nel settore bancario e finanziario si riscontrano dinamiche analoghe che portano a qualificare taluni ecosistemi come cooperativi. Il livello di successo per i modelli di *open banking* e *open finance* dipende direttamente dalla loro diffusione nonché dal grado di condivisione di dati e standards idonei ad abilitare l'innovazione e l'offerta di ulteriori servizi.

Ebbene, la disponibilità di una maggiore quantità di dati, di interfacce più evolute e con una ampia base di utenti favorisce lo sviluppo di servizi nuovi<sup>17</sup>, rendendo il business maggiormente attrattivo – per i soggetti collocati ai vari livelli della catena del valore – anzitutto perché più redditizio.

Peraltro, tali ecosistemi rendono possibile una maggiore inclusione sociale<sup>18</sup> (dei soggetti appartenenti a fasce sociali tradizionalmente *underbanked*) e un più elevato livello di “democratizzazione della finanza” consentendo agli utenti di fornire in modo semplice, rapido e sicuro i propri dati finanziari grezzi ai concorrenti del loro attuale fornitore di servizi finanziari, al fine di poter accedere ai relativi servizi<sup>19</sup>.

Al contempo, la maggiore circolazione dei dati così abilitata consente agli intermediari finanziari che nel tempo hanno raccolto

---

<sup>17</sup> Si pensi, ad esempio ai servizi di aggregazione dei dati espressamente disciplinati dalla PSD2 (i.e., *account informations services* - AIS) ma anche a tutti gli ulteriori servizi che impiegando i dati così ottenuti forniscono features a valore aggiunto (e.g., tra gli altri, *credit scoring*, predisposizione di scadenziari, riconciliazione di fatture).

<sup>18</sup> Sul tema si veda, tra gli altri, M. BIANCO-M.I. VANGELISTI, *Open Banking and Financial Inclusion*, in *European Economy. Banks, Regulation, and the Real Sector*, 18 aprile 2023; F. CAPRIGLIONE, *Il sistema finanziario verso una transizione sostenibile*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, 2/2021, 241 e ss.

<sup>19</sup> L'effetto di democratizzazione a cui ci si riferisce consiste nel fornire al cliente bancario uno strumentario che gli permetta di trasferire i propri dati (detenuti presso un determinato intermediario) verso diversi prestatori di servizi, potendo così disporre di tali informazioni al fine di accedere a servizi – e condizioni di servizio – che altrimenti gli sarebbero stati preclusi.

grandi quantità di dati sui propri clienti – a lungo non sfruttate adeguatamente in quanto utilizzate esclusivamente con riferimento a determinate unità di business o prodotti – di trarne vantaggi: le imprese possono condividere e utilizzare i dati dei clienti nell’ambito di un quadro comune, ponendo così rimedio al problema della frammentazione dei dati presenti nel sistema finanziario tradizionale.

Sicché è evidente l’attitudine di tali ecosistemi cooperativi alla creazione di valore integrato<sup>20</sup>.

L’attività di condivisione dei dati sottesa all’operatività dei citati modelli non è però esente da criticità: da un punto di vista giuridico, tecnico ed economico.

## 2. *Limiti giuridici e potenzialità della condivisione dei dati*

2.1 In primo luogo, vi sono vincoli normativi che impongono una puntuale procedimentalizzazione per il trattamento dei dati e lo sottopongono a specifiche condizioni.

A tal riguardo, oltre alla disciplina contenuta nel GDPR<sup>21</sup> relativa ai dati personali, vengono in rilievo le previsioni normative introdotte dal diritto europeo nell’ambito della cd. “Strategia europea dei dati”<sup>22</sup>: dal Data Governance Act<sup>23</sup> al Data Act<sup>24</sup>. In particolare, quest’ultimo (non ancora approvato) intende introdurre una disciplina di base, orizzontale e trasversale relativa ai diritti di utilizzo dei dati, lasciando che siano le discipline verticali (relative ai singoli ambiti di regolazione) a

---

<sup>20</sup> M. MAZZUCATO, *Il valore di tutto. Chi lo produce e chi lo sottrae nell’economia globale*, Roma, 2018.

<sup>21</sup> Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016.

<sup>22</sup> Per un esaustivo inquadramento teorico sulla Strategia dei dati si veda V. FALCE, *Strategia dei dati. Traiettorie orizzontali e applicazioni verticali*, in V. Falce (a cura di), *Strategia dei dati e intelligenza artificiale*, Torino, 2023, 1 e ss.

<sup>23</sup> Regolamento (UE) 2022/868 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo alla governance europea dei dati e che modifica il regolamento (UE) 2018/1724 (Regolamento sulla governance dei dati).

<sup>24</sup> Si tratta della Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio riguardante norme armonizzate sull’accesso equo ai dati e sul loro utilizzo (normativa sui dati) COM/2022/68 final. Oltre agli atti citati, vengono in rilievo, ai fini dell’inquadramento della questione, anche la Open Data Directive (Direttiva (UE) 2019/1024) e il Digital Markets Act (Regolamento (UE) 2022/1925).



stabilire regole più dettagliate e volte al raggiungimento di obiettivi specifici di settore.

Con riferimento ai dati personali, la tradizionale concezione del diritto alla privacy, inteso come diritto fondamentale dell'individuo alla propria riservatezza, è stata nel tempo ampliata e in parte riconsiderata. L'articolata disciplina tesa alla tutela dei dati personali favorisce sempre più la circolazione e l'impiego dei dati stessi, garantendo al contempo all'interessato al trattamento (soggetto a cui tali dati si riferiscono) il diritto di seguire e controllare proattivamente i dati che ha fornito. In tal modo, questi potrà conoscere l'uso che di tali dati viene fatto, limitare le interferenze e correggere eventuali errori<sup>25</sup>. L'interessato mantiene il controllo sui propri dati personali, potendo anche deviarne il flusso per indirizzarlo dove è per lui più conveniente<sup>26</sup>. Sulla base di tale fondamento teorico, viene quindi riconosciuto il diritto alla portabilità dei dati.

Anche i più recenti interventi normativi riconducibili alla Strategia europea dei dati perseguono un approccio che è teso alla maggiore circolazione e valorizzazione dei dati. In particolare, la proposta di Data Act intende assicurare una maggiore *fairness* nell'ambiente digitale, stimolando un mercato dei dati competitivo, aprendo opportunità per una *data-driven innovation* e rendendo i dati più accessibili per tutti<sup>27</sup>; sulla base di tali premesse, la proposta introduce nuove definizioni in relazione alla detenzione e trattamento dei dati (quali ad es. quelle di *data holders* e *data users*), funzionali a rappresentare un contesto in cui la circolazione dei dati è fisiologica<sup>28</sup>. Questa impostazione è seguita anche nelle iniziative settoriali volte a disciplinare i singoli *data spaces*, nelle quali sono previsti meccanismi volti a consentire a soggetti terzi (soggetti professionali svolgono specifiche attività e sono tenuti a

---

<sup>25</sup> Cfr. E. BANI – E. MACCHIAVELLO, *Il diritto alla portabilità nell'ambito della nuova economia dei dati*, in V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 141 in cui si ricorda che tale approccio, proprio del GDPR, è teso a garantire il diritto alla protezione dei dati in senso "positivo".

<sup>26</sup> Cfr. E. BANI – E. MACCHIAVELLO, *Il diritto alla portabilità*, op. ult. cit, 142.

<sup>27</sup> Commissione Europea, *Data Act: Commission proposes measures for a fair and innovative data economy*, Press release, 23 febbraio 2022.

<sup>28</sup> Per una ricostruzione organica delle innovazioni della Strategia Europea dei dati si veda F. BRAVO, *Intermediazione di dati personali e servizi di data sharing dal GDPR al Data Governance Act*, Contratto e impresa Europa 1/2021, 199 e ss.

seguire puntuali regole) di accedere ai dati. Ad ogni modo, va evidenziato che l'accesso al dato non determina il trasferimento della proprietà sullo stesso<sup>29</sup> e il soggetto che vi accede è vincolato nel suo utilizzo a specifici impieghi ed è gravato di alcuni obblighi (in primo luogo, sulle modalità di conservazione dei dati).

Di questa impostazione si trova traccia anche nell'ambito della proposta di regolamento per il *financial services data space* (il Financial Information Data Access – FIDA<sup>30</sup>) che impiega infatti le definizioni delineate nell'ambito del Data Act e Data Governance Act, sempre nel dichiarato rispetto del GDPR<sup>31</sup>.

2.2. Nell'ambito della consultazione pubblica sull'*Open Finance Legal Framework*<sup>32</sup> promossa dalla Commissione Europea emergono chiaramente gli elementi ora richiamati, tanto che tra le caratteristiche distintive dell'*open finance* viene sottolineata “*the transferability of customer-profile data – which would include information such as the customer’s risk, transaction track record, ability to bear losses, wealth, income, and the customer’s investment horizon*”. Tali informazioni renderanno possibile la fornitura in favore della clientela di un'ampia

---

<sup>29</sup> Si tratta di un accesso funzionale allo svolgimento di specifiche attività (ad esempio, con riferimento all'accesso per usi secondari previsto dalla proposta sul European Health Data Space, attività di ricerca scientifica) o per la prestazione di determinati servizi (come avviene nell'ambito della disciplina della PSD2, dove l'accesso ai dati di pagamento da parte di AISP e PISP è previsto esclusivamente per la prestazione dei servizi di AIS e PIS).

<sup>30</sup> Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for Financial Data Access and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) No 1094/2010, (EU) No 1095/2010 and (EU) 2022/2554, Brussels, 28.6.2023 COM(2023) 360 final, 2023/0205 (COD).

<sup>31</sup> Sulla effettività della tutela dei dati personali nell'ambito della proposta di regolamento si veda European Data Protection Supervisor, *Opinion 38/2023 on the Proposal for a Regulation on a framework for Financial Data Access*, 22 agosto 2023.

<sup>32</sup> Parallelamente alla *Digital Finance Strategy* – all'interno della quale si inserisce anche la proposta di predisposizione di un framework per l'*open finance* – la Commissione UE ha promosso anche la *Retail Payments Strategy* tesa alla revisione della PSD2. Con specifico riferimento all'*open finance*, il 10 maggio 2022 è stata lanciata dalla Commissione UE una *Targeted consultation on open finance framework and data sharing in the financial sector* volta ad acquisire inputs dagli *stakeholders* sul tema, in previsione dell'adozione di una proposta di atto legislativo, che poi è stato pubblicato in data 28 giugno 2023. Recentemente sul punto M.T. PARACAMPO, *Trasformazione digitale del settore finanziario e Open Finance: quali prospettive per un credito “sostenibile”?* Prime riflessioni, MediaLaws, Maggio 2023.

gamma di servizi finanziari (ulteriori e/o a condizioni più vantaggiose) e informativi.

Il legislatore europeo consapevole, quindi, della rilevanza dei dati e dell'attitudine degli stessi a produrre valore<sup>33</sup>, favorisce il cd. "*data altruism*"<sup>34</sup> e la circolazione e il riutilizzo degli stessi.

Anche nel settore bancario e finanziario, emerge, sempre più evidente la necessità di bilanciamento tra il *data control* e la *data governance*<sup>35</sup>, a cui la futura PSD3<sup>36</sup> e la disciplina sull'*open finance* dovranno dare una risposta<sup>37</sup>. In questo solco, la proposta di *financial*

---

<sup>33</sup> L. LIONELLO, *La creazione del mercato europeo dei dati: sfide e prospettive*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, fasc.3, 1 settembre 2021, 675.

<sup>34</sup> La nozione di *data altruism* è espressamente definita dal Data Governance Act (DGA) come "*la condivisione volontaria di dati sulla base del consenso accordato dagli interessati al trattamento dei dati personali che li riguardano, o sulle autorizzazioni di altri titolari dei dati volte a consentire l'uso dei loro dati non personali, senza la richiesta o la ricezione di un compenso che vada oltre la compensazione dei costi sostenuti per mettere a disposizione i propri dati, per obiettivi di interesse generale*". In senso più ampio, e anche al di là della definizione recata dal DGA, possono ritenersi espressione del medesimo principio tutti quei comportamenti di condivisione dei dati finalizzati al perseguimento di obiettivi non strettamente individuali, che sono incentivati dai più recenti interventi del diritto eurounitario. Si tratta quindi di un principio applicabile anzitutto per il perseguimento di interessi di rilievo pubblicistico, ma non solo.

<sup>35</sup> La disciplina sui dati bancari e finanziari dovrà infatti trovare un equilibrio tra le contrapposte esigenze di assicurare un più stringente controllo all'interessato sui dati a sé riferiti e di favorire la massima circolazione dei dati finanziari (personali e non).

<sup>36</sup> Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno, che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive (UE) 2015/2366 e 2009/110/CE, Bruxelles, 28.6.2023 COM(2023) 366 final 2023/0209 (COD). Per un primo commento su alcuni profili della proposta si veda V. TROIANO, *Electronic money and payment tokens between MICAR and PSD 3 proposal*, *Open Review of Management, Banking and Finance*, 4 settembre 2023.

Alcune rilevanti proposte di modifica della PSD2 erano già state formulate in EBA, *Opinion of the European Banking Authority on its technical advice on the review of Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market (PSD2)*, EBA/Op/2022/06, 23 giugno 2022.

<sup>37</sup> Il controllo sul trattamento dei dati personali costituisce un pilastro fondamentale funzionale alla tutela dell'autodeterminazione dell'utente, indispensabile per la creazione di un contesto di fiducia. Ebbene, la proposta di disciplina sull'*open finance* dovrebbe perseguire un elevato livello di fiducia – che è indispensabile per il buon funzionamento del mercato finanziario – garantendo ai

*information data access regulation* recentemente formulata dalla Commissione Europea persegue l'obiettivo di promuovere “*the development of data-driven financial services and products by enabling consumers and firms to better control access to their financial data*”<sup>38</sup>.

Le modalità concrete con cui tale equilibrio verrà perseguito saranno fortemente influenzate dalle decisioni politiche; la proposta della Commissione Europea sull'introduzione di un regime normativo per l'*open finance* costituisce già una rilevante indicazione al riguardo, ma il testo proposto potrà essere oggetto di forti mutamenti nell'ambito dell'iter legislativo. Ad ogni modo, uno strumento che potrebbe fornire un effettivo ausilio per il perseguimento di tale difficile equilibrio, è l'imposizione della condivisione della lista dei *customer data* detenuti dai prestatori di servizi finanziari. In tal modo, si renderebbero clienti e *third-party service providers* (TPP) consapevoli di quali siano i dati raccolti ed elaborati da ciascun intermediario (consentendo così agli interessati di far valere i propri diritti – anche impedendo alcuni impieghi e/o revocando il consenso prestato – permettendo al contempo alle terze parti di individuare i dati di cui avrebbero bisogno per svolgere la propria attività). Ebbene, l'art. 8 della proposta, il quale prevede che siano predisposte apposite *dashboards* che consentano al cliente di gestire il consenso prestato al trattamento dei propri dati, va proprio in questa direzione ed intende fornire agli utenti uno strumentario che consenta loro di avere un diretto controllo sui “propri” dati finanziari e sull'utilizzo che ne viene fatto.

### 3. I requisiti tecnici per la realizzazione di ecosistemi data driven

3.1 Altri elementi di complessità nella realizzazione di modelli di business basati sulla condivisione dei dati possono derivare dalla difficoltà tecnica nel far comunicare i sistemi informatici dei soggetti detentori dei dati con quelli di altri operatori che intendono acquisirli

---

clienti una piena e fedele informazione sul trattamento a cui sono soggetti i propri dati.

<sup>38</sup> Testualmente, European Data Protection Supervisor, *Opinion 38/2023 on the Proposal for a Regulation on a framework for Financial Data Access*, 22 agosto 2023, 3.

ed elaborarli<sup>39</sup>. È necessario, a tal fine, che i soggetti coinvolti utilizzino le medesime infrastrutture informatiche o quantomeno sistemi compatibili tra loro<sup>40</sup>. Infatti, poiché è necessario che i flussi informativi siano continuativi (garantendo il cd. *real time sharing*), occorre che le *Application Programming Interfaces* (API) predisposte da ciascun soggetto siano compatibili con quelle istituite dalle proprie controparti (spesso soggetti estranei, non legati da alcun rapporto contrattuale, come espressamente prevede la PSD2<sup>41</sup>). Assumono, dunque, rilievo gli standards tecnici di tali infrastrutture, che consentono l'interoperabilità di *software* e servizi. Se in taluni ambiti questi sono espressamente imposti dalla legge,<sup>42</sup> in altri – con approccio *bottom-up* – sono definiti dagli operatori del mercato. Un'ulteriore ipotesi è quella che la legge imponga solamente un obbligo di risultato, lasciando poi al mercato la definizione delle concrete modalità tecniche di comunicazione<sup>43</sup>.

---

<sup>39</sup> O. BORGOGNO-G. COLANGELO, *Data Sharing and Interoperability Through APIs: Insights from European Regulatory Strategy*, Computer Law & Security Review, 2018.

<sup>40</sup> R. GRAVINA-C.E. PALAU-M. MANSO-A. LIOTTA-G. FORTINO, *Integration, Interconnection, and Interoperability of IoT System*, Springer, 2018.

<sup>41</sup> Con riferimento alla disciplina dell'accesso ai conti di pagamento e all'obbligo di istituzione delle API nell'ambito della PSD2 sia consentito rinviare a D. FOÀ, *Open banking, access to account rule and (free) marketability of banking data*, in European Banking Institute Young Researchers Group Series, Palgrave MacMillan, Londra, 2023, 189 e ss.

<sup>42</sup> Sono, al riguardo, rilevanti anche i cd. *open standards* sviluppati al fine di ridurre i costi evitando possibili *vendor lock-in* e promuovendo l'interoperabilità tra diverse applicazioni e tecnologie. Cfr. J.P. KESAN, *Open Standards*, Cambridge Handbook of Technical Standardization Law, Vol. 2: Administrative Law, Trade, Privacy, Tort, Copyright and Trademark University of Illinois College of Law Legal Studies Research Paper No. 18-38, 3 ottobre 2018, disponibile al seguente link <https://ssrn.com/abstract=3260138>; S. ALIPRANDI, *Interoperability and open standards: the key to a real openness*, Journal of Open Law, Technology & Society, [S.l.], v. 3, n. 1, 5-24, settembre 2011, disponibile al seguente link <https://www.jolts.world/index.php/jolts/article/view/53/105>.

<sup>43</sup> Con riferimento all'ecosistema *open banking*, il tentativo dello *European Retail Payment Board* di favorire il raggiungimento di uno *standard* tecnico condiviso che fosse idoneo a soddisfare i requisiti tecnici stabiliti dall'EBA con i propri RTS non ha avuto esito positivo; alcuni organismi privati hanno elaborato modelli di API la cui adozione da parte degli operatori non è vincolante. Peculiare è l'esperienza inglese, dove la *Competition and Markets Authority* ha incaricato le otto banche principali del

È evidente che la regolamentazione della tecnologia avrebbe l'effetto di limitare la possibile ulteriore innovazione degli operatori del mercato, ponendosi così in aperto contrasto con il principio di neutralità tecnologica<sup>44</sup>. Ciononostante, in alcuni settori un siffatto intervento risulta necessario al fine di consentire lo sviluppo di un mercato.

L'interoperabilità risulta centrale al fine di abilitare la funzionalità dei cd. ecosistemi cooperativi (in quanto consente lo scambio di informazioni, rendendo le piattaforme accessibili sia ai soggetti che intendono offrire servizi, sia agli utenti *business* e *consumer*). Ebbene, proprio in ragione delle caratteristiche intrinsecamente cooperative dell'*open finance*<sup>45</sup>, lo sviluppo del modello e il concreto effetto benefico per i prestatori di servizi ed utenti dipenderà prevalentemente dall'effettivo livello di collaborazione degli operatori del mercato<sup>46</sup>, sia nella prestazione di servizi sia nella definizione di standards. In via di

---

paese di sviluppare congiuntamente un modello aperto e standardizzato di API, poi elaborato da *Open Banking UK*, al fine di promuovere la condivisione di dati tra banche e terze parti. In Italia, invece, sono state predisposte una pluralità di soluzioni di mercato: si segnalano, tra le altre, le proposte tecniche elaborate da CBI Globe, Cedacri e Fabrick. Per un approfondimento sulla concreta struttura tecnica di alcune API e dell'infrastruttura abilitante l'*open banking* si veda D. KELLEZI - C. BOEGELUND – W. MENG, *Towards Secure Open Banking Architecture: An Evaluation with OWASP*, in *Network and System Security*, 2019, 185 e ss.

<sup>44</sup> Sul progressivo ripensamento del principio di neutralità tecnologica si veda E. MACCHIAVELLO, *La regolamentazione delle attività fintech: cosa abbiamo imparato dal caso Wirecard?*, Centro di Ricerca Interdipartimentale sul Diritto Europeo della Banca e della Finanza, Paolo Ferro-Luzzi, Grandangolo, Università Roma Tre, 16 Ottobre 2020.

<sup>45</sup> Si tratta di, infatti, di un ecosistema in cui la collaborazione tra operatori economici è incentivata perché funzionale al successo del modello di business. L'*open finance*, così come già l'*open banking*, sono espressione dell'approccio *open*. Con *Open Innovation* si fa riferimento al “*paradigma che presuppone che le aziende possano e debbano utilizzare idee esterne, idee interne e percorsi interni ed esterni al mercato, mentre cercano di far progredire la propria tecnologia*”. Così l'economista statunitense H. CHESBROUGH, *Open Innovation: The New Imperative for Creating and Profiting from Technology*, Harvard Business School, 2003. Recentemente sul tema il rapporto curato da The European House Ambrosetti, *Come il paradigma «open» sta trasformando gli ecosistemi finanziari*, 1 aprile 2022.

<sup>46</sup> L. ENRIQUES-W.G. RINGE, *Open Banking, Outsourcing, and Bank-Fintech Cooperation*, Competition and Payment Services Conference Papers Banca d'Italia, Rome, 16-17 June 2022 Collection of contributions and writings by Vincenza Profeta, Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale, Numero 93 – dicembre 2022, 89 e ss.

principio, la cooperazione necessaria al funzionamento di tale ecosistema potrà essere spontanea o potrà essere sollecitata da interventi regolatori tesi a realizzarla. Per il vero, gli operatori economici avranno interesse a stabilire alcuni elementi minimi comuni delle loro infrastrutture tali da consentire loro di accedere ad un mercato più ampio, per poi poter competere all'interno dello stesso<sup>47</sup>. Pertanto, potranno verificarsi dinamiche collaborative tra questi, spesso definite di *coopetition*<sup>48</sup>, anche finalizzate allo sviluppo di modelli e standard tecnici di interoperabilità<sup>49</sup>.

La regolazione avrà il compito di guidare ed incentivare tali iniziative<sup>50</sup>; ciò nondimeno, anche a causa dell'eterogeneità dei prodotti e dei dati che vengono in rilievo, è opportuno che il mercato sia coinvolto in modo significativo – anche mediante forme di coregolazione – nello sviluppo di standard relativi alle applicazioni per le interfacce tecniche di accesso e ai formati *machine-readable* dei dati.

3.2 Come accennato, l'interoperabilità tra sistemi e la condivisione dei dati rende possibile la creazione di ambienti ed ecosistemi cooperativi<sup>51</sup>, in cui soggetti tradizionalmente contrapposti iniziano a cooperare perché da tale interazione si crea un maggior benessere per tutti i soggetti del mercato.

Ebbene, l'istituzione di infrastrutture interoperabili idonee ad abilitare la prestazione di nuovi servizi e generare valore può avvenire a seguito di iniziative private o di interventi normativi.

---

<sup>47</sup> C. MATUTES-P. REGIBEAU, 'Mix and Match': *Product Compatibility without Network Externalities*, The RAND Journal of Economics, vol. 19, no. 2, 1988, 221–34, JSTOR, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.2307/2555701>

<sup>48</sup> C. BRESCIA MORRA–M. I. VANGELISTI, *Digital Payments Market: Standardization and coopetition*, in V. FALCE (a cura di), *Financial Innovation tra disintermediazione e mercato*, Torino, 2021, 47 e ss. In particolare, è auspicabile che il binomio *coopetition* e standardizzazione vi sia nella costituzione delle infrastrutture sia nella produzione, distribuzione e vendita dei servizi.

<sup>49</sup> Occorre precisare che gli accordi di standardizzazione potrebbero sollevare problemi *antitrust*, qualora gli operatori economici si accordassero per limitare la concorrenza.

<sup>50</sup> È invece da guardare con maggiore scetticismo un eventuale intervento regolatorio volto a definire direttamente standards tecnologici. Iniziative siffatte potrebbero limitare significativamente l'innovazione promossa dal mercato, oltre a risultare decisamente non tecnologicamente neutrali.

<sup>51</sup> Cfr. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Enabling open finance through APIs*, Dicembre 2020.

Guardando alla regolazione, tradizionalmente l'interoperabilità è imposta per far fronte a ipotesi di *market failures*<sup>52</sup>. Al riguardo, nel diritto UE, possono individuarsi numerose ipotesi<sup>53</sup>: difatti, ciò avviene sia nell'ambito di disposizioni settoriali (si pensi al *New European Interoperability Framework* applicabile alle pubbliche amministrazioni o alla proposta di *Health Data Space*), sia in discipline aventi un più ampio ambito applicativo, quali, ad esempio, il Digital Markets Act (cfr. artt. 5, 6) che prevede obblighi di interoperabilità a carico dei *gatekeepers* in una logica di apertura del mercato per contrastare possibili comportamenti anticompetitivi di questi ultimi<sup>54</sup>.

Nel settore dei servizi di pagamento, la *access to account rule* (art. 67 PSD2) impone agli ASPSP di condividere – gratuitamente – con AIS e PIS le informazioni relative ai conti di pagamento dei propri clienti. E, per ciò, ha reso necessario che gli operatori economici si dotassero di idonee infrastrutture tecniche, tali da consentire lo scambio di informazioni.

Con riferimento all'*open banking*, dunque, il legislatore europeo ha adottato un approccio fortemente limitativo dell'autonomia privata degli ASPSP. Si ritiene che questa impostazione possa essere oggetto di ripensamento, con particolare riferimento all'*open finance*, in quanto ecosistema che naturalmente tende alla cooperazione tra operatori economici finalizzata al miglior funzionamento complessivo del modello di business. In un siffatto ecosistema, obblighi normativi così intrusivi potrebbero non essere necessari. Dunque, si ritiene che si debba indagare se occorra favorire l'interoperabilità come strumento di

---

<sup>52</sup> L'interoperabilità è anche utilizzata come rimedio nell'ambito del diritto antitrust. Si tratta infatti di uno strumento ritenuto idoneo a generare “*considerable amounts of innovation and wealth creation that would otherwise be misappropriated or deterred because of an unlevel playing field* “. Cfr. P.J. WEISER, *Regulating Interoperability: Lessons from AT&T, Microsoft, and Beyond*, 2009, 76 antitrust I.J. 271, 271, 286.

<sup>53</sup> C. BUSCH-N. FOURBERG-J. KRAMER-P. KROON-N. STEFFEN-S TAŞ-P. THOSTE-L. WIEWIORRA, *Interoperability regulations for digital services*, Impact on competition, innovation and digital sovereignty especially for platform and communication services Study for the German Federal Network Agency, 2022

<sup>54</sup> M. BOURREAU-J. KRÄMER-M. BUITEN, *Interoperability in digital markets*, Report CERRE - Centre on Regulation in Europe, Marzo 2022, passim.



regolazione generalizzato, da implementare *by design*<sup>55</sup> nell'architettura delle infrastrutture tecnologiche di tutti gli operatori economici operanti nel perimetro dell'*open finance* mediante la standardizzazione delle API (o quantomeno rendendole compatibili); ciò con lo scopo di abilitare e favorire dinamiche collaborative e lo sviluppo di servizi innovativi resi possibili dall'accesso alle informazioni e servizi disponibili presso altri operatori. O se piuttosto tale risultato – una generalizzata interoperabilità tra infrastrutture tecnologiche dei soggetti dell'*open finance* – debba essere perseguita con modalità differenti. Sul punto si tornerà più specificamente nel prosieguo (sub. 3.4).

3.3 Nelle dinamiche di *data sharing* possono venire in rilievo anche considerazioni ulteriori – non legate strettamente a considerazioni tecnologiche, di costi di sviluppo e di adeguamento della propria infrastruttura – degli operatori economici<sup>56</sup>. Segnatamente, questi possono ritenere di non voler condividere il proprio patrimonio informativo con altri, sia pure a fronte di un corrispettivo, ritenendo che ciò potrebbe mettere a repentaglio la propria posizione di forza sul mercato. Tale scelta dovrebbe basarsi sulla valutazione del beneficio marginale che l'operatore economico “più forte” potrebbe ottenere dalla condivisione dei dati: se questo sia troppo limitato in contrapposizione alle quote di mercato perdute, l'operatore non avrà interesse alla condivisione dei dati.

I dati rappresentano ad oggi un asset strategico e detenerli (nella maggior parte dei casi) significa detenere potere, come suggerisce l'equiparazione dei dati al “*petrolio dell'era digitale*”<sup>57</sup>. La scienza economica – studiando le caratteristiche peculiari della cd. *data sharing economy* – ha, infatti, evidenziato come il possesso dei dati possa determinare un rilevante vantaggio competitivo in favore degli

---

<sup>55</sup> L'interoperabilità *by design* rappresenta un obiettivamente concretamente perseguito dal legislatore europeo con riferimento ai servizi pubblici. Ciò che si vuole indagare è se lo stesso approccio sia applicabile anche al di fuori del perimetro pubblico e, nel caso, con quali mezzi.

<sup>56</sup> I. GRAEF-J. PRÜFER, *Governance of data sharing: A law & economics proposal*, Research Policy, Volume 50, Issue 9, 2021, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.1016/j.respol.2021.104330>.

<sup>57</sup> Così furono definiti per la prima volta da Alec Ross nell'ambito del suo scritto A. ROSS, *Il nostro futuro. Come affrontare il mondo dei prossimi venti anni*, Milano, Maggio 2016.

*incumbents* del mercato<sup>58</sup>. Di qui le considerazioni sull'esigenza di considerare l'accesso ai dati (o, secondo altra impostazione, i conti di pagamento<sup>59</sup>) come *essential facility*.

In disparte tale dibattito, per la piena implementazione dell'*open finance* appare comunque necessario che siano garantiti i cd. FRAND<sup>60</sup>. È quindi indispensabile che sia garantito un accesso *fair, reasonable, and nondiscriminatory* ai dati necessari per la prestazione dei servizi caratteristici dell'*open finance*.

Ciò introduce una prima domanda: se tali condizioni debbano essere garantite solo con riferimento ai dati non personali, liberamente commerciabili<sup>61</sup>, o anche in relazione ai dati personali degli utenti rispetto ai quali questi ultimi mantengono facoltà di disposizione. Va rilevato che la proposta di FIDA, nel rendere obbligatoria la condivisione con altri operatori dei dati detenuti da parte dei *data holders* e per delineare i diritti dei clienti, fa riferimento alla nozione di '*customer data*', la quale racchiude sia i dati personali sia quelli non personali, i quali dunque sono equiparati in questo contesto<sup>62</sup>. D'altra parte, va sottolineato come, anche in base alla proposta, la condivisione dei dati in favore di un *data user* sia subordinata alla richiesta del

---

<sup>58</sup> Anche per questo, nell'ambito dei mercati digitali vi è una naturale tendenza verso il *market tipping*.

<sup>59</sup> Come accennato in precedenza sub. § 1, il settore bancario e finanziario presenta delle specificità che rendono di maggior interesse, anche per operatori più forti, con maggiore capacità di raccogliere ed elaborare dati, l'instaurazione di forme di cooperazione con i *competitors* in ragione dell'unicità del rapporto che esiste tra il cliente e il proprio intermediario. Dunque, il conto di pagamento rappresenta canale di accesso alla clientela.

<sup>60</sup> M. BOTTA, *Shall we share? The principle of FRAND in B2B data sharing*, European University Institute Robert Schuman Centre for Advanced Studies Centre for a Digital Society, RSC Working Paper 2023/30; E. HABICH, *FRAND Access to Data: Perspectives from the FRAND Licensing of Standard-Essential Patents for the Data Act Proposal and the Digital Markets Act*, IIC 53, 1343–1373, 2022, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.1007/s40319-022-01255-x>.

<sup>61</sup> Un'ulteriore distinzione potrebbe operarsi tra i dati grezzi e oggetto di elaborazione.

<sup>62</sup> In particolare, la nozione si riferisce ai "*personal and non-personal data that is collected, stored and otherwise processed by a financial institution as part of their normal course of business with customers which covers both data provided by a customer and data generated as a result of customer interaction with the financial institution*".

cliente<sup>63</sup>, il quale dunque mantiene il controllo sui soggetti che potranno accedere ai propri dati finanziari e al relativo utilizzo che ne potrà essere fatto. Il *data user* non diviene quindi proprietario del dato, ma può utilizzarlo solamente per svolgere determinate attività e nei limiti imposti dalla base giuridica.

Altra rilevante questione attiene, poi, alle condizioni di accesso ai dati. Se l'accesso debba essere garantito gratuitamente – così come impone la PSD2 per i dati relativi ai conti di pagamento – o se debba essere previsto un corrispettivo (e, se del caso, come questo dovrà essere calcolato). La tariffazione costituirebbe un modo per compensare i costi associati alla fornitura di dati e alla predisposizione delle interfacce, ribilanciando gli equilibri quando non sia possibile o conveniente garantire la reciprocità della condivisione dei dati<sup>64</sup>. Potrebbe, d'altra parte, essere un incentivo a fornire interfacce e dati di elevata qualità<sup>65</sup>. Una risposta a quest'ultimo interrogativo è fornita dalla proposta di regolamento e sembra essere confortante, andando nella direzione auspicata: difatti, viene espressamente previsto che l'accesso ai dati da parte dei *data users* dovrà essere remunerato e le relative condizioni – tra cui i criteri in base ai quali determinare il prezzo – dovranno essere definite nell'ambito dei *financial data sharing schemes* (art. 9). Occorre sin da ora precisare però che i dati relativi ai conti di pagamento rimangono fuori dalla disciplina del *financial data access* e continuano ad essere disciplinati dalla PSD2 (e in futuro dalla PSD3/PSR). È dunque essenziale che vi sia

---

<sup>63</sup> Articolo 5, comma 1 Proposta FIDA. Inoltre, il successivo art. 6 pone una serie di limitazioni all'utilizzo che il *data user* potrà fare dei *customer data*.

<sup>64</sup> Gli strumenti regolatori previsti dalla PSD2 hanno avuto l'effetto di incidere grandemente sui destinatari e hanno consentito – tra i TPP beneficiari della *access to account rule* – anche alle *Big tech* di accedere dei dati, consegnando così a soggetti già dotati di una grande forza economica, asset strategici raccolti da intermediari europei. La disciplina originaria non ha previsto neppure, per controbilanciare ciò, obblighi di reciprocità che potranno essere inclusi nella prossima *revision* della PSD2. Cfr. F. DI PORTO – G. GHIDINI, *I access your data, you access mine. Requiring data reciprocity in payment services*, in *IIC- International Review of Intellectual Property and Competition Law*, 2020, 51, 318 e ss.

<sup>65</sup> Al contrario, in mancanza di “sanzioni del mercato”, anche in presenza di obblighi di interoperabilità, un operatore economico potrebbe solo formalmente adempiere a tale obbligazione, istituendo delle API formalmente in linea con le specifiche tecniche imposte, ma non pienamente efficienti e condividendo dati di qualità inferiore rispetto a quelli utilizzati per la fornitura di servizi propri.

coordinamento tra tali discipline, altrimenti potrebbe derivarne un ingiustificato disallineamento regolatorio. In altri termini, se la proposta di FIDA dovesse essere approvata prima dell'aggiornamento della PSD2 (e se quest'ultima disciplina non contenesse analoghe disposizioni sulla onerosità dell'accesso ai dati di pagamento), si rischierebbe che l'accesso ai dati di pagamento rimanga gratuito, mentre sarebbe oneroso l'accesso ad altri dati finanziari rientranti nel perimetro applicativo dell'*open finance*<sup>66</sup>.

3.4 Svolte tali considerazioni, occorre ora occuparsi più nello specifico della tematica dell'interoperabilità per l'*open finance*.

Come detto, consapevole della diffidenza degli operatori economici detentori dei dati, talvolta il legislatore europeo con forme di regolazione asimmetrica ha imposto agli *incumbents* del mercato – al ricorrere di alcune condizioni – l'obbligo di condivisione di informazioni con i *new comers*, così da consentire competizione e innovazione. Si pensi proprio alla cd. *access to account rule*, che rappresenta pietra angolare dell'*open banking*.

A seguito di tale “spinta” normativa, che ha avuto il merito di creare il mercato dell'*open banking* europeo, ad oggi vi è un crescente interesse del mercato verso servizi innovativi. Dopo una prima fase di difficoltà, il modello si è progressivamente imposto, con un numero di utenti in rapida crescita e lo sviluppo di nuovi servizi; le chiamate alle API sono in crescita, così come i volumi transattivi<sup>67</sup>.

Come si è a più riprese dimostrato, in un siffatto modello “open” anche gli *incumbents* possono trarre benefici dal *data sharing*<sup>68</sup>. E

---

<sup>66</sup> Si veda, al riguardo, la nota n. 5.

<sup>67</sup> Cfr. CBI, *The Global Open Finance Report*, con la collaborazione di Pwc, Marzo 2023 disponibile al seguente link <https://www.cbi-org.eu/News-en/The-Global-Open-Finance-Report-1> evidenzia i trends di crescita dell'*open finance* e *open banking*, dando atto degli evidenti progressi che ci sono stati con riferimento alla costruzione di infrastrutture tecnologiche che rendono possibili tali servizi. Il progressivo sviluppo anche di una crescente educazione digitale e finanziaria degli utenti, e la familiarizzazione con tali servizi, ne ha aumentato l'utilizzo.

<sup>68</sup> Il modello di business dell'*open finance* risulta, quantomeno da un punto di vista teorico, favorevole per tutti i soggetti che vi operano. Difatti, i clienti delle banche traggono un sostanziale beneficio in quanto possono accedere a servizi nuovi, potendo confrontare le condizioni offerte dai diversi intermediari rimanendo sempre all'interno del perimetro “sicuro” della piattaforma della propria banca. Al contempo, tale modello genera effetti positivi anche per le aziende fintech che hanno così la

questo è ancora più evidente nel settore bancario e finanziario per le ragioni sottolineate in precedenza (v. par. 1), in base alle quali anche operatori più grandi e radicati potrebbero trarre rilevanti vantaggi dalla cooperazione con i propri *competitors*. Ebbene, i potenziali vantaggi derivanti dalla condivisione dei dati appaiono sufficienti ad incentivare l'apertura degli operatori tradizionali alla cooperazione (e alla predisposizione delle necessarie infrastrutture tecnologiche). E se così fosse, non vi sarebbero fallimenti di mercato che giustificerebbero specifici ed ulteriori interventi regolatori tesi ad introdurre obblighi di interoperabilità.

Pertanto, allo stato attuale – a seguito della piena implementazione della PSD2 e dei relativi obblighi di *access to accounts* – l'istituzione delle (ulteriori) infrastrutture tecnologicamente compatibili e la condivisione dei dati dovrebbe poter essere lasciata alle naturali dinamiche di mercato, senza necessità di introdurre ulteriori vincoli normativi, che richiederebbero una adeguata giustificazione nell'ambito di una analisi di impatto della regolamentazione. Per il vero, l'analisi di *impact assesment*<sup>69</sup> che accompagna la proposta di regolamento fa emergere diverse possibili opzioni, ma a fronte dell'incertezza del risultato di una possibile soluzione che - quantomeno in una prima fase - lasci libero il mercato di sviluppare autonomamente modelli di condivisione, viene preferita l'introduzione di obblighi normativi di condivisione dei dati e predisposizione delle necessarie infrastrutture tecnologiche, prevedendo però meccanismi per la ripartizione dei relativi costi. Si tratta, quindi, di una soluzione intermedia, che intende assicurare il raggiungimento del risultato – l'effettiva circolazione dei dati che consenta l'erogazione dei servizi nuovi nel contesto dell'*open finance* – sacrificando la possibile maggior

---

possibilità di commercializzare i propri prodotti attraverso i canali degli operatori tradizionali. Anche per le banche c'è un evidente vantaggio: sviluppando un'interfaccia funzionale e concludendo accordi commerciali con altri operatori economici possono offrire un ampio ventaglio di servizi alla clientela (senza affrontare i relativi costi di sviluppo).

<sup>69</sup> COMMISSIONE EUROPEA, Commission staff working document, Impact assessment report accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on a framework for Financial Data Access and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) No 1094/2010, (EU) No 1095/2010 and (EU) 2022/2554.

efficienza che sarebbe potuta derivare da una soluzione collaborativa di mercato.

Con grande probabilità si può ritenere che il substrato tecnologico che renderà possibile le interazioni proprie dell'*open finance* mutuerà quello già in essere per l'*open banking* e, dunque, le API già esistenti (istituite per adempiere agli obblighi di cui alla PSD2) rappresenteranno l'architrave del nuovo sistema. Non vi è però certezza su quale sarà la struttura tecnica abilitante di tale modello, essendo l'*open finance* ancora in una fase embrionale<sup>70</sup>. D'altra parte, non può non considerarsi che nell'ambito dell'*open finance* opereranno numerosi operatori, di cui un certo numero estraneo all'*open banking*, in quanto non operanti nel settore dei servizi di pagamento. E anche questi ultimi dovranno predisporre idonee infrastrutture tecnologiche per rendere possibile lo scambio di dati, potendo comunque beneficiare degli standards e soluzioni tecnologiche già sviluppate negli ultimi anni nel settore dei pagamenti.

Pur comprendendo le ragioni sottese alle scelte operate da parte della Commissione Europea, alla luce delle caratteristiche del modello dell'*open finance*, sembra però inopportuno introdurre ulteriori obblighi di interoperabilità fintanto che l'ecosistema *open finance* non inizierà a prendere compiutamente forma (anche beneficiando di un organico *framework* normativo di riferimento) e farà emergere eventuali esigenze di più incisivi interventi volti a favorire la standardizzazione e l'interconnessione tra le infrastrutture tecnologiche degli operatori economici. Anche perché, come detto, l'esistenza degli obblighi già posti dalla PSD2, le caratteristiche naturalmente cooperative dell'ecosistema e l'attitudine generativa di valore del modello portano a ritenere plausibile che i *players* del mercato assumano naturalmente iniziative volte a sviluppare modelli di interoperabilità (anche in assenza di specifici obblighi normativi)<sup>71</sup>.

---

<sup>70</sup> D. BROBY, *Financial technology and the future of banking*, Financ. Innov., 2021

<sup>71</sup> Se il legislatore europolitano ha introdotto specifici e puntuali obblighi di interoperabilità con la PSD2 al fine di creare un mercato nuovo, vincendo la diffidenza degli operatori tradizionali alla condivisione dei dati di pagamento a propria disposizione, ad oggi tale esigenza non sussiste: tale mercato già esiste e gli operatori economici hanno assunto piena consapevolezza circa la profittabilità dei servizi abilitati dalla circolazione dei dati finanziari e l'interesse dei clienti in tali servizi. Sebbene possa apparire – anche in base a tali considerazioni – sproporzionato e

#### 4. *I soggetti dell'open finance e le regole a loro applicabili*

4.1 Muovendo dalle caratteristiche strutturali dell'ecosistema ai soggetti che vi operano, occorre avere consapevolezza che nell'ambito dell'*open banking* e *open finance*, accanto a banche e intermediari finanziari, possono operare anche soggetti “nuovi”<sup>72</sup>. Tali soggetti e le attività che questi svolgono devono essere correttamente inquadrati e regolati, al fine di evitare vuoti di disciplina e rischi di arbitraggi normativi. È, dunque, necessario determinare chi possano essere i fornitori di servizi nell'ambito dell'ecosistema *open finance*, che tipo di attività possano svolgere e se debbano essere soggetti alla regolamentazione finanziaria, per fronteggiare adeguatamente i rischi che tali modelli di business comportano (ad esempio, rischi informatici, rischi di protezione dei consumatori, rischi di reputazione, ecc.). D'altra parte, è essenziale creare un *level playing field* dal punto di vista regolatorio e di vigilanza.

Con riferimento al primo punto, nell'ambito del *Report on open finance* redatto dall'*Expert Group on European financial data space* vengono individuate diverse categorie di soggetti quali i “*Data Subject, Data Rights Owner, Data Holder, Data User, Data Intermediary and Data Brokers*”. Si tratta di una nomenclatura adatta a tutti i *data spaces*, che mette in evidenza i ruoli dei soggetti che vengono in rilievo nella gestione dei dati. Tali definizioni possono applicarsi a numerosi e diversi operatori: si pensi ad esempio agli enti creditizi, che ben possono qualificarsi sia come *data holders* sia come *data users*; nel modello *open finance*, poi, possono operare anche soggetti aventi solamente funzione d'intermediario dei dati.

In particolare, per la piena funzionalità dell'*open finance*, occorrerà sia sviluppare meccanismi volti alla condivisione e scambio di informazioni tra operatori economici, a beneficio dei propri clienti, sia la creazione di *data pools* in cui saranno disponibili grandi quantità di

---

premature un intervento normativo teso ad imporre specifici standards tecnologici, potrebbe invece essere percorribile un intervento pubblico volto a favorire le iniziative dei privati tese all'istituzione di standards minimi.

<sup>72</sup> V. PROFETA, *I third party provider: profili soggettivi e oggettivi*, in F. Maimeri – M. Mancini (a cura di) *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia, 2019, 54.

dati conferite da operatori del mercato e raccolte sul web, da poter impiegare – integrandole ai *dataset* già disponibili presso ciascun operatore - al fine di rendere più accurati i dati a propria disposizione<sup>73</sup>. Nel nuovo modello di “finanza aperta” le istituzioni finanziarie hanno dunque l’opportunità di accedere anche a (e sfruttare) dati che non sono prodotti direttamente nell’ambito delle proprie attività finanziarie (e più in generale dati che sono prodotti al di fuori del perimetro finanziario).

Ebbene, tali attività possono essere svolte anche avvalendosi dell’intermediazione di soggetti che le svolgono professionalmente: gli aggregatori di dati costituiscono di fatto il tessuto connettivo dell’*open finance*, le *technological pipes* attraverso cui passa la maggior parte delle informazioni relative ai clienti nel “percorso” da un istituto finanziario all’altro<sup>74</sup>. Tra questi occorre distinguere tra quelli fungono, in sostanza, da archivio centralizzato dei dati dei clienti e da canale tecnologico attraverso il quale i dati vengono condivisi tra le istituzioni finanziarie e quelli che combinano questi ruoli con la fornitura di analisi avanzate dei dati. I cd. *data aggregators* e *data intermediaries* svolgono attività complesse, rispetto alle quali occorre interrogarsi se sia necessaria una specifica disciplina normativa (anche simile a quella prevista dal Data Governance Act) e un regime autorizzatorio<sup>75</sup>.

4.2 Con riferimento a soggetti ed attività caratteristici dell’*open finance* si noti anche quanto segue. Come già sperimentato con l’*open banking*, accanto ai servizi espressamente previsti e regolati, la creazione dell’ecosistema (e la predisposizione delle infrastrutture abilitanti), permette ai soggetti che vi operano di offrire anche servizi ulteriori, che spesso rimangono al di fuori del perimetro regolato: si pensi, ad esempio, ai servizi di *data enrichment*, *personal e business finance management*, predisposizione di scadenziari, riconciliazione di fatture, miglioramento della gestione della tesoreria aziendale, utilizzo

---

<sup>73</sup> Con riferimento alle modalità organizzative volte a organizzare, rendere disponibili e commerciabili dati si veda, tra l’altro, S. MEHTA - M. DAWANDE - L. MU, *The key to designing sustainable data cooperatives*, World Economic Forum, 1 Febbraio 2022, disponibile su <https://www.weforum.org/agenda/2022/02/the-key-to-designing-sustainable-data-cooperatives/>.

<sup>74</sup> D. AWREY - J. MACEY, *The Promise and Perils of Open Finance*, op. cit.

<sup>75</sup> D. MOURA VICENTE-D. PEREIRA DUARTE-C. GRANADEIRO (edited by), *Fintech Regulation and the Licensing Principle*, European Banking Institute, Gennaio 2023, in particolare 25 e ss., 69 e ss.



dei dati per la prestazione di servizi di *credit scoring*, nonché servizi strumentali alla verifica o reperimento delle coordinate bancarie di un utente<sup>76</sup>. Peraltro, molti dei *third party providers* (TPP) – oltre ad offrire in via diretta i propri servizi – potranno sfruttare le competenze maturate sul mercato *retail* al fine di proporre sul mercato soluzioni *as-a-service*, in favore di soggetti autorizzati ma anche delle cd. quarte parti. Si tratta di soggetti che sovente impiegano i dati forniti dal cliente, previo consenso prestato in favore al TPP, per proporre all’utente finale servizi a valore aggiunto. Questi soggetti (le quarte parti) spesso per dimensione, organizzazione e modalità operative potrebbero ritenere eccessivamente gravoso ed oneroso ottenere la *license* per operare come TPP e, per questo, operano avvalendosi – in base ad accordi contrattuali - di questi ultimi.

4.3 Limitando le considerazioni ai soggetti per i quali emerge una più evidente esigenza, al fine di mantenere un effettivo *level playing field* pare opportuno attrarre nel perimetro della regolazione anche i *data aggregators* che svolgano attività diverse (ed eventualmente ulteriori) rispetto a quelle di *account information* già disciplinate dalla PSD2. Ciò perché la loro operatività è in grado – di fatto – di determinare i medesimi rischi (anzitutto di natura informatica) che possono derivare dall’attività di AISP e PISP. L’inserimento di nuovi soggetti, che a vario titolo sono abilitati all’accesso ai dati finanziari o di pagamento, determina l’aggravamento del rischio *cyber*, perché amplia la cd. *attack surface*<sup>77</sup>. Si vengono, infatti, a creare un maggior

---

<sup>76</sup> A tali servizi se ne potranno aggiungere altri, estendendo “*il paradigma open anche ad altre funzionalità tipiche del mondo bancario e finanziario (ad esempio, Consumer Loans, Insurance, Investment, Treasury&Trade, AML/Identity, Liquidity Management)*”. In questi termini M. DORIA, *La PSD2 come cornerstone per i modelli open*, in CBI, *The Global Open Finance Report*, con la collaborazione di Pwc, Marzo 2023. Con riferimento servizi che potranno essere offerti si veda anche R. PELLITTERI-R. PARRINI-C. CAFAROTTI-B.A. DE VENDICTIS, *L’Open Banking nel sistema dei pagamenti: evoluzione infrastrutturale, innovazione e sicurezza, prassi di vigilanza e sorveglianza*, Mercati, infrastrutture, sistemi di pagamento, n. 31, Marzo 2023.

<sup>77</sup> Cfr. D.A. ZETZSCHE-R.P. BUCKLEYD.W. ARNER-J.N. BARBERIS, *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, *New York University Journal of Law and Business*, Forthcoming, European Banking Institute Working Paper Series 2017 - No. 6, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2017/007, University of Luxembourg Law Working Paper No. 2017-001, passim, disponibile al seguente link <https://ssrn.com/abstract=2959925>.

numero di chiavi di accesso, di sistemi in cui passano i dati, nonché vi sono un più elevato numero di passaggi di dati attaccabili (rispetto ai quali i vari soggetti coinvolti devono garantire non solo la sicurezza *ex ante*, ma anche rapide politiche di risposta a fronte di eventuali attacchi).

Le vulnerabilità dei sistemi informatici possono determinare severi rischi per l'intero sistema, con gravi effetti di contagio ad altri soggetti, linee di business e perfino mercati<sup>78</sup>.

Anche sulla base di questi rilievi, si ritiene necessario sottoporre i *data aggregators* e gli altri *data information services providers* a un regime amministrativo di vigilanza *ex ante*<sup>79</sup>, simile a quello dei *third party providers* di cui alla PSD2 (AISP e PISP), quantomeno con riferimento alle politiche di contrasto ai rischi *cyber* (che, qualora si concretizzassero, potrebbero facilmente determinare un effetto contagio verso i soggetti già vigilati, minando il funzionamento dei sistemi, la riservatezza dei dati e – non ultima – la fiducia degli utenti)<sup>80</sup>. E questa è esattamente la linea seguita anche dalla proposta FIDA. Quanto ai rischi *cyber*, si segnala inoltre che nell'*impact assesment* che ha preceduto la proposta, viene espressamente affermato che tali operatori sono soggetti alle previsioni del Digital Operational

---

<sup>78</sup> Si possono così venire a creare effetti di *spill over* dei rischi originanti in capo a soggetti che svolgono attività puramente informatiche, verso altri soggetti e attività. È ben possibile, dunque, che i rischi *cyber* che si concretizzano nell'ambito dell'attività di aggregazione delle informazioni contagino poi intermediari finanziari (e le relative attività) con cui condividono infrastrutture per lo scambio di informazioni.

<sup>79</sup> L'imposizione di una disciplina amministrativa è volta a garantire la sana e prudente gestione del singolo intermediario, funzionale anche alla stabilità del mercato, mediante la verifica del rispetto di condizioni minime. Un siffatto modello risulta limitativo della libertà di iniziativa economica e determina costi ulteriori (di *compliance*, ma non solo) per coloro che intendano entrare nel mercato.

<sup>80</sup> Più nello specifico, trattandosi di prestatori di servizi che svolgono attività sostanzialmente informatica si ritiene indispensabile imporre – similmente a quanto previsto dal Digital Operational Resilience Act (Regolamento (EU) 2022/2554) – agli amministratori e sindaci il requisito di avere specifiche competenze tecnologiche ed informatiche (sintetizzabile come: essere *tech savvy*), auspicabilmente in relazione ad applicazioni *fintech*, ma non solo. Dovrebbe, dunque, essere condotta una verifica *cd. fit and proper* avente ad oggetto i requisiti fondamentali di idoneità degli esponenti aziendali i quali dovrebbero riferirsi anzitutto alle competenze informatiche e di *cyber-security*.

Resilience Act (DORA) per quanto attiene ai requisiti di *cybersecurity*<sup>81</sup>.

A fini di completezza, e al fine di individuare il migliore modello di disciplina per i soggetti operanti nell'ecosistema *open finance*, occorre segnalare alcune perplessità circa l'adeguatezza del regime autorizzatorio previsto per i TPP di cui alla PSD2. Difatti, in tal caso il legislatore eurounitario ha applicato a AISP e PISP – soggetti che svolgono attività puramente informatiche e mai detengono fondi – il medesimo modello di regolazione previsto per gli istituti di pagamento, sottovalutando la differenza ontologica delle attività svolte e sopravvalutando l'inclusione di tali servizi nel novero dei servizi di pagamento. Anche per tali ragioni, il regime autorizzatorio previsto dalla PSD2 risulta eccessivamente gravoso e non pienamente rispettoso del principio *same risks, same rules, same regulation*.

Risulta, dunque, opportuno sviluppare un approccio regolatorio trasversale, che muova dalla consapevolezza che la *datification of finance* rende anche il settore finanziario (o meglio, il mercato avente ad oggetto i dati relativi ai servizi finanziari) una articolazione della *data economy*. Pertanto, le regole di cui si auspica l'introduzione con riferimento ai *data aggregators* e agli altri fornitori di servizi avanti ad oggetto (mere) informazioni finanziarie, dovrebbero tener conto delle criticità riscontrate, ristabilendo la proporzionalità (e, quindi, anche adeguatezza) della regolazione con riferimento anche ai TPP già disciplinati dalla PSD2, muovendo dalla considerazione che la *data aggregation* e i *services based on financial data* sono cosa differente dalla *finance* vera e propria e richiedono, pertanto, modelli di regolazione differenti.

L'inerenza dei requisiti rispetto all'attività disciplinata sarà fondamentale al fine di evitare di scoraggiare i *new comers* (in particolare coloro che non dispongono già di una struttura organizzativa articolata, non indispensabile per svolgere l'attività che si propongono di prestare).

---

<sup>81</sup> Più nello specifico viene chiarito che “*consumers will be protected with strong security safeguards against possible data misuse and data breaches as both data holders as well as data users will be bound by the rules of the Digital Operational Resilience Act*”.

## 5. Considerazioni sulla proposta di regolamento sul Financial Information Data Access

5.1 Poste tali premesse, occorre ora confrontarsi in modo più organico con la recente proposta della Commissione Europea in tema di *Financial Information Data Access*, nell'ambito della quale vengono assunte prime e preliminari posizioni sull'architettura da adottare nell'ambito del modello *open finance* europeo e viene delineata la disciplina a cui si intendono sottoporre i relativi operatori nonché le modalità d'interazione tra operatori economici e con i clienti.

Tale impianto sembra – in linea generale – porsi in continuità con l'impianto della PSD2 e la disciplina (già sperimentata) dell'*open banking*. Dunque, talune delle criticità finora evidenziate permangono. Al contempo, però si riscontrano rilevanti evoluzioni e cambi di paradigma, che meritano una più attenta analisi.

In primo luogo, è finalmente introdotto un modello per la remunerazione dei dati oggetto di accesso, quando l'accesso sia effettuato da parte di un *data user*<sup>82</sup>. Viene così riconosciuto un corrispettivo che dovrebbe neutralizzare l'impatto negativo della condivisione dei dati per i *data holders*. Vi sono una pluralità di motivazioni che potrebbero giustificare tale misura: non solo compensare i *data holders* per i costi incorsi per la raccolta dei dati e la predisposizione dell'interfaccia tecnologica che abilita la condivisione, ma anche una considerazione relativa ai soggetti incisi dall'obbligo di condivisione, costituiti da un ampio novero di operatori, non tutti considerabili “forti” e *incumbents* del settore (a differenza degli ASPSP).

Tali modelli di remunerazione sono resi possibile dalla previsione di *financial data sharing schemes*<sup>83</sup> la cui adesione è volta a definire i termini dell'accesso ai dati<sup>84</sup>. Viene così incentivata anche la standardizzazione dei formati dei dati. Difatti, tra gli elementi che

---

<sup>82</sup> L'accesso ai dati effettuato da parte dello stesso “customer”, soggetto a cui i dati si riferiscono, devono invece essere resi “available to the customer without undue delay, free of charge, continuously and in real-time” ai sensi dell'art. 4 della Proposta.

<sup>83</sup> Articolo 9 e seguenti della Proposta.

<sup>84</sup> È in ogni caso previsto che “Membership in financial data sharing schemes shall remain open to new members on the same terms and conditions as those for existing members at any time”.

devono essere definiti nell'ambito di tali schemi, sono inclusi gli standards comuni per i dati e le interfacce tecnologiche, tali da consentire ai clienti di esercitare la facoltà di *data sharing*, come previsto dall'art. 5<sup>85</sup>. Tale previsione - tesa a garantire l'interoperabilità tra *databases* - è resa ancor più rilevante dal fatto che ai sensi dell'art. 9 i *data holders* e *data users* debbano aderire ad uno o più *schemes* entro 18 mesi dall'entrata in vigore del Regolamento; qualora tali schemi non siano sviluppati entro un termine ragionevole per una o alcune categorie di *customer data*, la Commissione Europea avrà la facoltà di adottare un atto delegato che definisca direttamente le modalità di condivisione. Sotto questo profilo, dunque, la proposta è piuttosto incisiva.

C'è poi un chiaro passo in avanti con riferimento alle modalità di interazione tra gli operatori economici che vengono in rilievo e di accesso ai dati. Difatti, la proposta prevede che siano resi disponibili appositi "cruscotti" (le cd. *dashboards*) che permetteranno all'utente di avere contezza di quali dati - a sé riferiti - siano nella disponibilità degli intermediari e potrà quindi decidere cosa farne, se trasferirli presso altro operatore o cancellarli. In quest'ottica, dunque, sembra realizzato l'obiettivo sotteso alla Strategia europea dei dati di attribuire all'interessato al trattamento dei dati controllo sui propri dati, incentivandone al contempo la circolazione e il riutilizzo.

La proposta disciplina anche un nuovo soggetto, protagonista dell'*open finance*: i *financial information service providers* (FISPs)<sup>86</sup>. Si tratta di soggetti sottoposti ad uno specifico regime autorizzatorio - costruito sull'esempio di quello previsto dalla PSD2 per gli AISP (ed, in fondo, l'attività svolta è simile) - che potranno agire sia come *data users*, accedendo ai dati rientranti nel perimetro degli obblighi di condivisione al fine di offrire *financial information services*, sia come *data holders*. Ebbene, quanto alla disciplina autorizzatoria di tali soggetti non si riscontrano evidenti evoluzioni, con riferimento ai requisiti e al procedimento autorizzatorio, rispetto alle regole già

---

<sup>85</sup> Cfr. Articolo 10, comma 1 della Proposta (in particolare, lett. g)). La successiva lett. h) dello stesso comma prevede inoltre che i *financial data sharing schemes* contengano anche il modello per determinare il compenso da riconoscere ai *data holders* quale corrispettivo per il rendere disponibile i dati attraverso una appropriata interfaccia tecnica.

<sup>86</sup> Definiti ai sensi dell'art. 2, comma 1 n. (7) della Proposta.

previste dalla PSD2 per gli AISP. Sempre più diviene chiaro come si tratti di servizi aventi ad oggetto dati (finanziari), che pur potendo avere un forte impatto sulle decisioni finanziarie degli utenti e sull'erogazione di servizi finanziari in loro favore, non costituiscono direttamente servizi finanziari. Ciononostante, la disciplina proposta dalla Commissione mantiene una chiara impostazione di regolazione finanziaria e questo è evidente anche dai requisiti imposti (anzitutto quelli sull'organizzazione). È chiaro che requisiti particolari (anche gravosi) potrebbero essere giustificati dall'impatto che l'attività di tali soggetti – e in particolare, eventuali loro *failures* – potrebbero determinare a cascata sugli altri operatori finanziari, ma occorre sincerarsi che sia garantita la proporzionalità e che non siano imposti obblighi (eccessivamente) onerosi che ledano il *level playing field* rispetto ad altri imprenditori operanti con i dati.

## 6. Conclusioni

6.1 La progressiva diffusione nel settore finanziario – dopo aver preso avvio nel segmento dei pagamenti – del fenomeno della *platformization* sta progressivamente imponendo un nuovo paradigma. Questo si concretizza nell'adozione di “*modelli operativi che integrano su un'unica piattaforma diverse esperienze di acquisto (anche al di fuori dei servizi finanziari) a beneficio del cliente finale*”<sup>87</sup>.

In tale contesto, sono incentivati i fenomeni di cooperazione tra i vari protagonisti – finanziari e tecnologici – del mercato, tesi a rendere possibile l'offerta di servizi sempre più evoluti e in linea con le esigenze degli utenti<sup>88</sup>

---

<sup>87</sup> BANCA D'ITALIA, *Open banking open innovation*, Intervento di Alessandra Perrazzelli Vice Direttrice Generale della Banca d'Italia, Roma, 5 novembre 2020.

<sup>88</sup> Non va dimenticato che il vero protagonista dell'ecosistema *open finance* è l'utente, soggetto a cui i dati finanziari si riferiscono e che - nell'ambito della disciplina dell'*open banking* - è l'unico legittimato ad autorizzare l'accesso ai dati dei propri conti di pagamento da parte dei *third party providers*. L'*open finance*, con l'ampliamento dell'ambito oggettivo dei dati a cui si riferisce, potrà prevedere anche ipotesi di condivisione di dati anonimizzati e non specificamente riferiti a singoli utenti. Ad ogni modo, rimane un modello consumer-centric e ciò costituisce un rilevante cambiamento rispetto al tradizionale modello di business bancario product-centric. Cfr. OECD, *Personal Data Use in Financial Services and the Role of Financial Education: A Consumer-Centric Analysis, 2020* disponibile su [oecd.org](https://www.oecd.org).

Ebbene, le banche non sono più soltanto i soggetti incisi dagli obblighi di *access to account* di cui alla PSD2. Ma dalla rivoluzione così innescata iniziano a trarre rilevanti frutti.

In primo luogo, gli enti creditizi possono integrare la propria offerta alla clientela, includendo servizi ulteriori erogati da imprese partners, raggiungibili da un'unica interfaccia (il cd. *banking as platform*). Banche e intermediari finanziari tradizionali potranno sfruttare la propria base di clientela, e forti della reputazione guadagnata nel tempo, divenire *hub* per l'offerta di servizi finanziari di vario tipo (fortemente personalizzati in ragione della grande mole di dati disponibili). I dati nella disponibilità degli operatori economici vengono così impiegati al fine di offrire servizi personalizzati, più articolati e innovativi, creando valore<sup>89</sup> per stessi nonché per i clienti (sia *end users*, sia clienti business)<sup>90</sup>. Questo modello determina rischi eterogenei rispetto a quelli propri dell'attività svolta dall'intermediario bancario o finanziario, derivanti dagli ulteriori servizi – finanziari e non – offerti alla propria clientela, ma prestati da terzi: nei confronti della clientela, le banche sono infatti responsabili anche per i servizi erogati dai soggetti terzi con cui collaborano. Pertanto, oltre alla scrupolosa applicazione delle regole che governano l'esternalizzazione<sup>91</sup> è necessario che le banche che intendono offrire tali servizi svolgano un rigoroso vaglio dei servizi che possono così essere offerti attraverso i propri canali (e dei partners commerciali con cui collaborare).

---

<sup>89</sup> L'utilizzo dei dati e il suo sfruttamento aprono a molte potenzialità economiche nel settore finanziario. Dunque, sul mercato e in ambito accademico sono state elaborate modalità e strumenti innovativi (Cfr., tra gli altri, M. PANEQUE – M. DEL MAR ROLDA GARCIA – J. GARCIA-NIETO, *A Semantic Model for Enhancing Data-Driven Open Banking Services*, in *Computer Standards & Interfaces*, disponibile su <https://ssrn.com/abstract=4151598>; CHIA-HUNG LIAO - XUE-QIN GUAN - JEN-HAO CHENG - SHYAN-MING YUAN, *Blockchain-based Identity Management and Access Control Framework for Open Banking Ecosystem*, Volume 135, ottobre 2022, 450-466 disponibile su <https://ssrn.com/abstract=4039865>).

<sup>90</sup> L. GRASSI- N. FIGINI-L. FEDELI, *How does a data strategy enable customer value? The case of FinTechs and traditional banks under the open finance framework*, *Financ Innov* 8, 75, 2022, disponibile al seguente link <https://doi.org/10.1186/s40854-022-00378-x>.

<sup>91</sup> Si veda EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti in materia di esternalizzazione*, EBA/GL/2019/02, 25 febbraio 2019.

D'altra parte, si possono instaurare anche ulteriori e diverse dinamiche cooperative tra gli operatori economici, con una più intensa collaborazione tra intermediari tradizionali e nuovi entranti (non solo start-up ma anche *big tech*). Difatti, gli intermediari bancari possono fornire i propri servizi ad altri partners (cd. *banking as service*) consentendo così a soggetti “non finanziari” di offrire *banking and financial services* ai propri clienti. Si pensi, ad esempio, ai servizi di *e-wallet* offerti da piattaforme e marketplaces.

Il *banking as service* (Baas) e il *banking as platform* (Baap) sono modelli non strettamente riconducibili al modello di *open banking* di cui alla PSD2, ma che da questo hanno preso avvio. Sono, peraltro, modelli molto differenti tra loro e che comportano rischi diversi (che devono essere gestiti in modo diverso)<sup>92</sup>. Cionondimeno, condividono alcuni elementi di fondo – primo tra tutti la necessaria cooperazione tra operatori economici, spontanea o imposta per legge – e sono ugualmente espressione del cd. paradigma “open”.

Già ad oggi, i dati evidenziano una continua crescita della adozione di questi modelli di business da parte del mercato e ci si può attendere che l'adozione di un *framework* per la disciplina dell'*open finance* potrà ulteriormente fornire un impulso alla loro diffusione, in quanto garantirà una maggiore certezza circa le regole applicabili.

Tali paradigmi *open* rappresentano l'essenza della cooperazione tra diversi intermediari, e risultano funzionali alla creazione di sinergie e di valore: sia per gli operatori economici che potranno così fornire maggiori servizi – raggiungendo più clienti – sia per gli utenti che potranno beneficiare di una più ampia scelta di servizi e di una esperienza d'uso più fluida<sup>93</sup>.

---

<sup>92</sup> Sia nei modelli di BAAP che di BAAS, il rischio operativo *cyber* è molto rilevante. In particolare, nel BAAP gli enti creditizi sono onerati di una rilevante responsabilità con riferimento anche ai servizi prestati da terzi. Difatti, l'ente vigilato viene ritenuto quello maggiormente in grado di valutare i relativi rischi. Tale impostazione è confermata anche nel regolamento DORA.

<sup>93</sup> Ciò permetterà all'utente di consolidare la propria fiducia nell'intermediario con cui intratterrà rapporti. Sarà quest'ultimo, mediante la propria interfaccia, ad offrire servizi ulteriori erogati da terze parti. Giova precisare che tali modelli di business rappresentano una fase intermedia di un percorso evolutivo che progressivamente porterà alla piena integrazione tra servizi finanziari e non finanziari con l'*embedded finance*. Cfr. M. DORIA, *Principali Trend*, in CBI, *The Global Open Finance Report*, con la collaborazione di Pwc, Marzo 2023.



Alla luce delle considerazioni fin qui svolte si può ritenere che – a dispetto dell'impostazione della proposta FIDA – non siano indispensabili iniziative regolatorie ulteriori tese ad imporre l'interoperabilità tra le infrastrutture tecnologiche e servizi degli *incumbents* (banche e intermediari finanziari tradizionali) e degli altri soggetti che intendano offrire servizi rientranti nel perimetro dell'*open finance*. Vi è infatti ormai un mercato sufficientemente sviluppato (e profittevole) che risulta adeguatamente incentivante per le imprese affinché istituiscano infrastrutture tecnologiche adeguate e condividano (spontaneamente) i dati a propria disposizione. Non paiono, dunque, identificabili in questa fase fallimenti di mercato che giustifichino obblighi di interoperabilità. Questi potrebbero emergere in una fase successiva di sviluppo dell'*open finance* e – solo in quel momento – un intervento normativo simile a quello effettuato dalla PSD2 potrebbe trovare giustificazione.

6.2 Dall'analisi svolta emerge, infine, come l'*open finance* costituisca attualmente la frontiera più avanzata della *datification of finance*<sup>94</sup>. Tale fenomeno segna il confine tra finanza (che – semplificando massimamente – è costituita da attività aventi ad oggetto denaro) e servizi informatici aventi ad oggetto dati finanziari. Con riferimento all'*open banking*, la PSD2 non mostra piena contezza di tale circostanza e infatti riconduce i relativi servizi di AIS e PIS al novero dei servizi di pagamento. La disciplina dell'*open finance* dovrà invece assumere maggiore consapevolezza di tale ontologica differenza, prevedendo regimi normativi (e autorizzatori) effettivamente differenziati, rispettosi del principio di proporzionalità, garantendo al contempo il *level playing field* tra coloro che operano nel mercato. La positivizzazione della figura del *financial information service provider* potrebbe essere l'occasione per sperimentare questa discontinuità.

---

<sup>94</sup> Cfr. D. W. ARNER - G. CASTELLANO - E. K. SELGA, *Financial Data Governance: The datification of finance, the rise of Open Banking and the end of the data centralization paradigm*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2022/08, European Banking Institute Working Paper Series 2022 - no. 117, 25 febbraio 2022, disponibile al seguente link <https://ssrn.com/abstract=4040604>.



## **La programmazione euro-statale degli interventi per la coesione digitale**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. L'intervento pubblico per la coesione. – 3. La "nuova" coesione. – 4. Il ruolo degli aiuti di Stato nella coesione digitale. – 5. Governo dell'economia e innovazione tecnologica. – 6. Riflessioni conclusive.

### *1. Introduzione*

Con il mutare degli equilibri economici mondiali e delle politiche europee strutturalmente più restrittive sul tema dell'intervento pubblico (che comunque hanno visto un allargamento delle maglie durante la crisi pandemica), quest'ultimo tende sempre maggiormente ad un approccio qualitativo più che quantitativo. In tal senso, l'obiettivo è favorire pochi ma fondamentali settori ed asset necessari per un miglioramento complessivo sia dell'economia, sia dell'erogazione dei servizi pubblici, al fine di limitare ed efficientare la spesa pubblica purché vi sia compatibilità con la disciplina sovranazionale.

La verifica delle naturali interconnessioni tra il diritto nazionale e quello europeo deve necessariamente effettuarsi tenendo conto sia degli orientamenti emanati dalla Commissione, sia degli arresti della Corte di Giustizia, che in un settore assai delicato come quello della tutela della concorrenza si presentano come uno degli elementi più qualificanti della programmazione europea e della conseguente attuazione su base nazionale<sup>1</sup>.

Tale intreccio – sussistente nelle esigenze di tutela del mercato aperto e della libera concorrenza sostenute dalle regole in materia di aiuti di Stato – si affianca all'obiettivo di garantire un maggiore sviluppo della conoscenza e delle tecnologie, in uno scenario di

---

<sup>1</sup> Sul ritorno della programmazione cfr. S. AMOROSINO, "Neoprogrammazioni" pubbliche o private e mercati in trasformazione, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Temi e problemi di Diritto dell'economia*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2022, suppl. al n. 4, 46-56 e G. LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *op. cit.*, 57-77.

transizione che porta a rivalutare le finalità tipiche degli Stati che, in campo economico e sociale, sono chiamati a ridurre le disuguaglianze.

Negli ultimi anni, infatti, è tornata, in maniera preponderante, la tematica della coesione economica, spesso affiancata alla parola “territorio” e, in generale, legata a quella visione unificatrice o equilibratrice che ha caratterizzato lo Stato imprenditore della metà del ‘900 e che, nonostante sia stata spesso criticata, ha costituito un tassello fondamentale per la crescita economica del Paese.

## 2. *L'intervento pubblico per la coesione*

In passato sono state diverse le iniziative poste in essere con il fine di migliorare la coesione economica statale o, per meglio dire, di stimolare un equilibrio economico che fosse in grado di risanare, almeno in parte, il divario che (ancora) separa il Nord dal Mezzogiorno<sup>2</sup>. Invero, seppure gli interventi nascessero con degli obiettivi programmatici di lungo respiro in termini di coesione e di miglioramento dell'industrializzazione del Sud, è accaduto che la loro attuazione sia risultata inefficace rispetto alle prospettive preannunciate, con ripercussioni evidenti sull'intero tessuto socioeconomico del Paese.

Sul punto possono richiamarsi due casi storici di enti appositamente creati con lo scopo di migliorare la coesione economica statale ma che, per motivi differenti, hanno portato ad un aumento del divario più che ad una diminuzione. Uno di questi è la Cassa per opere straordinarie di pubblico interesse nell'Italia meridionale (c.d. Cassa per il Mezzogiorno), istituita nel 1950<sup>3</sup> con il compito di porre in essere degli interventi straordinari al fine di migliorare l'impatto economico del Meridione attraverso la realizzazione di infrastrutture che permettessero di favorirne lo sviluppo industriale<sup>4</sup>. Per fare sì che ciò avvenisse, fu assegnata alla Cassa una certa autonomia così da evitare la dispersività economica e organizzativa delle amministrazioni

---

<sup>2</sup> L. D'ANTONE, *L'«interesse Straordinario» per Il Mezzogiorno (1943-60)*, in *Meridiana*, 1995, 24, 17-64.

<sup>3</sup> Con Legge 10 agosto 1950, n. 646.

<sup>4</sup> A. LEPORE, *Cassa per il Mezzogiorno e Politiche Per Lo Sviluppo*, in *Istituzioni ed Economia*, 2012, 107-165.

ordinarie<sup>5</sup>. Tuttavia, l'ingresso delle regioni nei processi decisionali e la successiva istituzionalizzazione del controllo politico sulla programmazione e sull'attuazione dell'intervento straordinario, insieme al ciclo economico critico (crisi petrolifera, inflazione, disoccupazione), trascinarono la Cassa in un periodo che ha dato vita a investimenti confusi e disorganizzati. Quanto accaduto provocò «un aumento piuttosto che una riduzione del divario fra Nord e Sud del Paese»<sup>6</sup> e la soppressione dell'Ente nell'aprile del 1984<sup>7</sup>.

In tal senso, può richiamarsi anche il caso dell'Ente partecipazioni e finanziamento industrie manifatturiere (EFIM), costituito nel 1962 con il fine di promuovere l'industrializzazione del Mezzogiorno e dichiarato fallito trent'anni dopo (nel 1992) a causa di un'esposizione economica troppo elevata, dovuta ad investimenti diversificati privi di una linea di coerenza e ad una strategia di acquisizione di aziende considerate poco appetibili sia dai privati, sia dagli altri enti statali<sup>8</sup>.

Questa politica d'intervento che, come è stato osservato, ha spesso avuto effetti opposti rispetto a quelli sperati, si è poi ridotta a seguito del rafforzamento delle istituzioni sovranazionali, i cui interessi volgevano alla realizzazione del mercato unico, alla riduzione delle asimmetrie in materia di politica economica e ad un graduale superamento degli squilibri macroeconomici tra gli Stati membri. In particolare, con i vincoli finanziari codificati nel Trattato di Maastricht (limitazione del debito pubblico al 60% del PIL e del deficit annuale al 3%), l'imposizione di criteri di convergenza flessibili il Patto di Stabilità e Crescita (PSC) del 1997 si è tentato di evitare possibili derive

---

<sup>5</sup> S. CAFIERO, *Storia dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno (1950-1993)*, Bari-Roma, 2000.

<sup>6</sup> S. GAMBINO, *Unità d'Italia e Mezzogiorno (riflessioni in occasione del 150° anniversario dell'unificazione del paese)*, in *federalismi.it*, n. 7, 2011.

<sup>7</sup> Decreto del Presidente della Repubblica del 6 agosto 1984, Soppressione e liquidazione della Cassa per il Mezzogiorno. Da quella vicenda durata circa due anni emerse un'altra legislazione specifica sull'intervento straordinario che fu incardinato alla nuova Agenzia per la promozione dello sviluppo del Mezzogiorno, istituita con la Legge 1° marzo 1986, n. 64, Disciplina organica dell'intervento straordinario nel Mezzogiorno.

<sup>8</sup> G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022, 58-67.

keynesiane della politica economica<sup>9</sup> e si è dato inizio ad una fase recessiva dell'intervento pubblico in favore dell'economia di mercato.

La necessaria riduzione e riconfigurazione delle politiche di intervento degli Stati nell'economia, che hanno influenzato soprattutto quegli ordinamenti (come quello italiano) in cui il governo dell'economia operava mediante l'intervento diretto dello Stato nei settori industriali ritenuti strategici<sup>10</sup>, è sfociata «nel consolidarsi della figura dello Stato regolatore che ha preso il posto dello Stato imprenditore/interventore»<sup>11</sup>.

Dunque, l'attenzione del Governo si è spostata dagli originari obiettivi di coesione alla nuova linea d'azione politica. Tra il 1990 e i primi anni del 2000, si è dato il via ad un periodo di privatizzazioni<sup>12</sup> con lo scopo di ottemperare alla riduzione del debito pubblico richiesta dall'Unione Europea, da considerarsi non come un fatto eversivo ma quale portato della fase più acuta del riduzionismo in campo economico e di adeguamento alle nuove sfide globali, tra cui spicca l'aspetto della rivoluzione tecnologica che ha probabilmente segnato il percorso verso l'ulteriore arretramento di talune funzioni tipiche statali.

Tra i diversi piani di privatizzazione realizzati viene in evidenza quello del settore delle telecomunicazioni che ha coinvolto TIM S.p.a (già SIP S.p.a.) nel 1997. Si è trattato dell'abbandono, da parte dello Stato, di uno dei punti nevralgici del suo ruolo di gestore di tecnologie di frontiera, con la cessione di quello che si è poi dimostrato essere uno degli asset privati(zzati) più importanti per la coesione digitale, salvo poi tentare di riappropriarsene<sup>13</sup>. Negli anni lo Stato ha perso

---

<sup>9</sup> F. LOSURDO, *Stabilità e crescita da Maastricht al Fiscal compact*, in *Cultura giuridica e Diritto vivente*, 2015, special issue n. 2, 107-118.

<sup>10</sup> G. GUARINO, *L'Europa imperfetta. UE: problemi, analisi, prospettive*, in *Costituzionalismo.it*, 2011.

<sup>11</sup> A. CECERE, *L'itinerario delle privatizzazioni*, Padova, 1995, 247-264 e A. M. NICO, *Una retrospettiva sulle privatizzazioni dopo tre lustri*, in AA. VV. (a cura di), *Scritti in onore di Pietro Ciarlo*, Napoli, 2022, III, 1869 e ss.

<sup>12</sup> L. AMMANNATI, (a cura di), *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1995.

<sup>13</sup> Come dimostra la trattativa avviata da Cassa Depositi e Prestiti per l'acquisizione della rete dell'azienda. Detta trattativa è stata poi superata dall'iniziativa del Consiglio dei Ministri che, su proposta del Presidente e del Ministro dell'economia e delle finanze, ha approvato un decreto-legge (Decreto-legge 31 agosto 2023, n. 118, recante Misure urgenti in materia di finanziamento di

l'imprenditorialità che caratterizzava le politiche economiche precedenti ed ha assunto un ruolo di interventore in mera "difesa"<sup>14</sup> delle infrastrutture strategiche<sup>15</sup> attraverso l'applicazione di criteri economici neoliberalisti di regolazione dell'economia (e dell'economia di mercato in particolare)<sup>16</sup>.

Tale ruolo, definibile "passivo", se non acriticamente adesivo alla *nouvelle vague* di matrice europea e multilaterale, è stato poi esasperato a ridosso della crisi del 2008, durante la quale le finalità di salvataggio che hanno caratterizzato gli interventi pubblici di quegli anni, hanno non solo causato un'ulteriore diminuzione degli investimenti pubblici in molteplici settori economici tra cui quello digitale<sup>17</sup>, ma hanno anche portato ad un accrescimento delle diseguaglianze sociali e territoriali.

La successiva crisi pandemica, invece, ha permesso di osservare un intervento più tangibile a livello sociale, economico e territoriale, contraddistinto da una rinnovata politica economica europea quasi

---

investimenti di interesse strategico, pubblicato in G.U. n. 203 del 31.08.2023) per il finanziamento di investimenti di interesse strategico con il quale si assicurano le risorse finanziarie necessarie all'acquisto di una quota di minoranza, da parte del Ministero dell'economia e delle finanze, nell'operazione "NetCo" guidata dal fondo KKR. La NetCo in questione deterrà la parte gestionale e infrastrutturale della rete ad oggi posseduta da TIM S.p.a. Le condizioni dell'operazione per l'acquisizione saranno inserite in un successivo decreto del Presidente del Consiglio dei ministri con il quale si autorizzerà il MEF ad acquisire una quota di NetCo tra il 15 e il 20 per cento, con una spesa massima di 2,2 miliardi. Il decreto legge stanziava un totale di 2.525 milioni, derivanti da un residuo sul "patrimonio destinato" istituito con Decreto-Legge n. 34 del 2020 e destinato alla realizzazione di operazioni attinenti società di rilievo strategico individuate con dpcm.

<sup>14</sup> Sulla figura dello Stato "protettore" in tempo di crisi cfr. B. RAGANELLI, *La difesa degli interessi strategici in tempi di crisi: a golden-route for a back-off*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità*, Pisa, 2021, 422-426.

<sup>15</sup> F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA, *Gli investimenti in infrastrutture e l'intervento dello stato "promotore"*, in *Astrid – IRPA Working Paper-Policy Papers Series 3*, 2021, 67.

<sup>16</sup> S. BONFIGLIO, "Costituzione economica", *stato sociale e privatizzazioni*, in L. AMMANNATI (a cura di), *op. cit.*, 183 ss.

<sup>17</sup> Sul punto è stato evidenziato che «nel corso della scorsa crisi, i Paesi che hanno maggiormente sofferto sono stati proprio quelli che hanno investito di meno in innovazione» (così G. LUCHENA, *Programmazione multilivello dell'economia e condizionalità, in Il costituzionalismo multilivello nel terzo millennio. Scritti in onore di Paola Bilancia*, in *federalismi.it*, 2022, 4, 474).

opposta a quella adottata nel 2008 e caratterizzata da iniziative volte a favorire la crescita dei paesi membri, su tutte vedasi la sospensione del Patto di Stabilità e Crescita, e che hanno permesso un timido ritorno dell'imprenditorialità pubblica.

Difatti, quella dello Stato imprenditore torna ad essere una figura necessaria per favorire nuove politiche statali di ammodernamento digitale delle infrastrutture e dell'apparato pubblico – e più in generale per aumentare la competitività nel mercato digitale – le cui lacune sono emerse durante la pandemia, insieme a quella di Stato investitore/innovatore<sup>18</sup>, a cavallo con la figura di Stato “salvatore”<sup>19</sup>, necessaria per garantire la risposta pubblica nei periodi di crisi.

### 3. La “nuova” coesione

Su tale versante, con l'avvento delle nuove soluzioni tecnologiche (principalmente la banda larga), l'idea di ampliare il concetto di coesione statale ha iniziato a maturare con la prospettiva di renderlo più attuale. In particolare, al territorio si è affiancato l'elemento digitale, ormai preponderante nella maggior parte dei settori strategici dell'economia. Il termine “coesione digitale”, però, è solo di recente introduzione a livello istituzionale, quando nel 2019 il Comitato Europeo delle Regioni (CdR) ha individuato la coesione digitale quale «importante dimensione aggiuntiva del concetto tradizionale di coesione economica, sociale e territoriale»<sup>20</sup>.

Si consideri che, sebbene la coesione digitale rappresenti un obiettivo strategico a livello europeo, esso non è stato inserito nella proposta della Commissione europea formulata per la “Dichiarazione europea sui diritti e i principi digitali per il Decennio Digitale”<sup>21</sup>, anche se tale Dichiarazione pone comunque l'accento sulla solidarietà e

---

<sup>18</sup> M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, 2014.

<sup>19</sup> G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2008, 11, 1083-1094.

<sup>20</sup> Comitato delle Regioni, *L'Europa digitale per tutti: soluzioni intelligenti e inclusive sul terreno*, (2020/C 39/18), 2020, punto 8.

<sup>21</sup> Commissione europea, *Commission Staff Working Document “Report on the stakeholder consultation and engagement activities”, Accompanying the document on “Establishing a European Declaration on Digital rights and principles for the Digital Decade”*, SWD(2022) 14 final, Brussels, 2022.



l'inclusione (nel capitolo 2), affermando che tutti dovrebbero avere accesso a una tecnologia che mira a unire e non a dividere le persone<sup>22</sup>.

Pertanto, oggi la coesione digitale sembra raffigurare il naturale tassello moderno che completa il principio di coesione economica e sociale, fondato sugli artt. 3, par. 3 e 174 del TFUE e sull'art. 119, c. 5 della Costituzione, che ha trovato, e ancora trova, quale strumento di attuazione i fondi strutturali (vedasi il Fondo europeo di sviluppo regionale) e il Fondo per lo Sviluppo e la Coesione<sup>23</sup>. Questi ultimi, espressione diretta dell'interesse europeo nello sviluppo delle economie statali, sono impiegati proprio per l'esecuzione del Grande progetto nazionale per la realizzazione della banda ultra-larga nelle aree bianche<sup>24</sup>.

La necessità di dare impulso a questa nuova forma di coesione è emersa con il fine di limitare il fenomeno del *digital divide*<sup>25</sup>. Difatti, la coesione digitale pone l'accessibilità e l'uso delle tecnologie digitali come fattori determinanti per la riduzione del divario digitale<sup>26</sup> che, ad oggi, rappresenta una significativa perdita di opportunità economiche per diversi motivi: da una parte impedisce la distribuzione degli investimenti privati sul territorio limitando le opportunità di accesso

---

<sup>22</sup> Commissione europea, *Dichiarazione europea sui diritti e i principi digitali per il decennio digitale*, COM/2022/27 final, Lussemburgo, 2022.

<sup>23</sup> S. CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo speciale*, Milano, 2003, IV, 3793 ss. e G. LUCHENA, *Coesione economica, sociale e territoriale: le zone franche urbane tra diritto europeo e ordinamento nazionale*, in *Studi sull'integrazione europea*, 2016, 2-3, 260.

<sup>24</sup> Il quale è stato anche oggetto di contenzioso conclusosi, positivamente per l'Italia, con la Sentenza del Trib. europeo del 22 giugno 2022 – Italia/Commissione (Causa T-357/19).

<sup>25</sup> Identificato quale «il divario tra individui, famiglie, imprese e aree geografiche a diversi livelli socio-economici per quanto riguarda le opportunità di accesso alle tecnologie dell'informazione e della comunicazione e l'uso di Internet per un'ampia gamma di attività» (OECD, *Understanding the Digital Divide*, in *OECD Digital Economy Papers*, 2001, 49, 5 e OCSE, *Bridging Connectivity Divides*, in *Digital Economy Papers*, 2021, 315, 9).

<sup>26</sup> Si consideri che all'art. 8 del Codice dell'Amministrazione Digitale (CAD) è previsto che «lo Stato e i soggetti di cui all'articolo 2, comma 2, promuovono iniziative volte a favorire la diffusione della cultura digitale tra i cittadini con particolare riguardo ai minori e alle categorie a rischio di esclusione, anche al fine di favorire lo sviluppo di competenze di informatica giuridica e l'utilizzo dei servizi digitali delle pubbliche amministrazioni con azioni specifiche e concrete...».

alle infrastrutture digitali da tutto il Paese e, dall'altra, circoscrive gli investimenti delle imprese, locali e straniere, limitandoli solo alle zone meglio coperte dai servizi<sup>27</sup>.

Permane, però, la difficoltà di raggiungere gli obiettivi di coesione solo mediante l'impiego di risorse provenienti da imprese private. Per tale motivo, diviene indispensabile l'intervento dello Stato per colmare le lacune "naturali" che sono proprie del mercato, atteso che «allocazioni efficienti da parte del mercato non possono essere raggiunte senza intervento dello Stato»<sup>28</sup>.

#### 4. *Il ruolo degli aiuti di Stato nella coesione digitale*

Non vi è dubbio, tuttavia, che nella fattispecie in esame possano emergere situazioni di complicata risoluzione dal punto di vista giuridico, considerati i vincoli sottesi alla normativa e alla giurisprudenza sulla tutela della concorrenza, in particolare quella applicabile agli Stati. A tale proposito viene in evidenza, per l'appunto, la disciplina di cui agli articoli 107 e 108 del TFUE, che pone diverse limitazioni, a partire dalla rilevanza giuridica che gli investimenti infrastrutturali hanno acquisito nell'ambito della politica europea sugli aiuti di Stato e la concorrenza<sup>29</sup>. La presenza di un numero limitato di eccezioni deriva principalmente dalla circostanza per la quale gli investimenti nelle infrastrutture sono spesso destinati ad un'attività economica o, comunque, possono trasformarsi in attività economica – ad esempio la costruzione, la gestione e la concessione – e, pertanto, soggetti allo scrutinio di legittimità sugli aiuti di Stato.

Infatti, questa fattispecie di interventi – un tempo di competenza degli Stati membri – potrebbe attualmente configurarsi come potenzialmente incompatibile con la disciplina in materia di aiuti di

---

<sup>27</sup> Sui benefici che una adeguata struttura di rete veloce può portare cfr. Commissione europea, *The socio-economic impact of band-width, Final Report*, Bruxelles, 2013 e ERICSSON, ARTHUR D. LITTLE, CHALMERS UNIVERSITY OF TECHNOLOGY, *Socioeconomic effects of broadband speed*, settembre 2013.

<sup>28</sup> J. STIGLITZ, *Il ruolo economico dello Stato*, Bologna, 1992, 52.

<sup>29</sup> G. LUCHENA, *Il controllo degli aiuti di Stato e la tutela della concorrenza*, in G. LUCHENA, B. RAGANELLI, *Concorrenza e aiuti di Stato in Europa*, Torino, 2022, in particolare 33-70 e B. RAGANELLI, *Concorrenza, libertà e difesa degli interessi strategici in tempi di emergenza*, in G. LUCHENA, B. RAGANELLI, *op. cit.*, 149-168.

Stato e, in quanto tale, sottoposta al controllo preventivo della Commissione europea<sup>30</sup>. Tale limitazione rinviene dalla suscettibilità delle infrastrutture allo sfruttamento commerciale, motivo per il quale tutte le attività economiche pubbliche sottoposte a finanziamento, realizzazione e gestione possono potenzialmente considerarsi assoggettabili alla normativa sovranazionale per la tutela della concorrenza<sup>31</sup>.

Ma non solo, anche il carattere economico o meno dell'attività di realizzazione di un'infrastruttura «non può essere esaminato separatamente da quello della gestione dell'infrastruttura» stessa, poiché «il fatto che un'attività non venga assicurata da operatori privati o che non sia redditizia non sono criteri pertinenti nell'ambito della sua qualifica come attività economica. Infatti, ai fini di tale qualifica, non è esplicitamente richiesto dalla giurisprudenza [...] che l'attività di cui trattasi sia svolta da operatori privati, né che essa sia redditizia»<sup>32</sup>.

Seppure la giurisprudenza europea abbia seguito un orientamento restrittivo, la volontà sovranazionale di favorire la trasformazione digitale europea e promuovere l'impiego di nuove tecnologie ha determinato un progressivo ampliamento della disciplina sugli aiuti di Stato, con la conseguenza che anche gli investimenti nelle infrastrutture digitali (come la banda larga), necessari per garantire la coesione digitale del Paese, sono considerati aiuti a carattere orizzontale. L'ampliamento della sfera di applicazione dell'esenzione dalla notifica si rinviene anche nel Regolamento di Esenzione per categoria (GBER)

---

<sup>30</sup> Sentenza del Trib. UE del 12 dicembre 2000 – *Aéroports de Paris* (sul punto cfr. G. LUCHENA, *Agevolazioni fiscali e imprese: tra Italia ed Europa*, in C. BERGONZINI, G. LUCHENA, *Le tasse non sono per tutti*, Milano, 2020, 103 ss.).

<sup>31</sup> Sul punto cfr. le sentenze *Aéroports de Paris c. Commissione*, 2000 e *Aéroports de Paris c. Commissione*, 2002, successivamente confermate con la sentenza *Ryanair c. Commissione*, 2008.

<sup>32</sup> Trib. UE, *Flughafen Leipzig-Halle GmbH c. Commissione europea*, 2011, confermata in appello con sentenza della C. Giust. UE, C-288/11 P, punti 142-146. Inoltre, la giurisprudenza europea non ha ritenuto possibile «dissociare l'attività consistente nel costruire o nell'ampliare un'infrastruttura [...] dal successivo utilizzo che ne viene fatto e che il carattere economico o non del successivo utilizzo dell'infrastruttura costruita determina necessariamente il carattere dell'attività di ampliamento (v., in questo senso e per analogia, sentenza *FENIN/Commissione*, punto 26)» (sempre Trib. UE nella causa T-443/08 e T-455/08, “*Leipzig-Halle*”, punto 95).

n. 651/2014, il quale stabilisce la compatibilità con il mercato interno degli «aiuti per la realizzazione di reti fisse a banda larga»<sup>33</sup>, disciplina ulteriormente ampliata con il più recente aggiornamento del Regolamento<sup>34</sup>.

Nonostante con la crisi sanitaria ed energetica vi sia stato un allentamento delle maglie di controllo della Commissione europea sulla qualificazione degli interventi pubblici attraverso l'adozione dei quadri

---

<sup>33</sup> Sulla questione relativa alle reti di connessione la Commissione europea ha recentemente annunciato un "Pacchetto connettività", contenente una serie di azioni volte a rendere la connettività Gigabit disponibile a tutti i cittadini e le imprese dell'Unione Europea entro il 2030, in linea con gli obiettivi del Decennio Digitale europeo (Decisione (EU) 2022/2481 del Parlamento Europeo e del Consiglio, *Establishing the Digital Decade Policy Programme 2030*, 14 December 2022). Il Pacchetto prevede una proposta di regolamento, il Gigabit Infrastructure Act, la semplificazione dei procedimenti in materia di autorizzazioni per la realizzazione di infrastrutture di rete e una consultazione sul futuro delle telecomunicazioni e delle infrastrutture, la quale si è chiusa il 19 maggio 2023. Tra le proposte vi è anche quella dell'introduzione di un *fair share* a carico delle grandi piattaforme digitali che dovrebbe vedere condividere una parte dei costi infrastrutturali di connessione fino ad ora sostenuti dai grandi gruppi delle tlc. Ciò introdurrebbe un modello *multistakeholder* con la partecipazione di diversi soggetti della catena di valore per coprire più facilmente i costi infrastrutturali necessari per il passaggio e il raggiungimento degli obiettivi di connettività 2030. Per ciò che attiene alla proposta di regolamento (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on measures to reduce the cost of deploying gigabit electronic communications networks and repealing, Directive 2014/61/EU (Gigabit Infrastructure Act)*, Brussels, 23 febbraio 2023) esso dovrebbe andare a sostituire l'attuale direttiva Broadband Cost Reduction (Direttiva 2014/61/UE, recante misure volte a ridurre i costi dell'installazione di reti di comunicazione elettronica ad alta velocità BCRD, 15 maggio 2014). L'obiettivo è raggiungere una maggiore coerenza e armonizzazione nell'attuazione del BCRD tra gli Stati membri e aggiornare la direttiva esistente in linea con sviluppi tecnologici, di mercato e normativi andando a migliorare l'efficienza e l'omogeneità nell'attuazione delle reti ad alta capacità.

<sup>34</sup> European Commission, *Approval of the content of a draft for a Commission Regulation amending Regulation (EU) No 651/2014 declaring certain categories of aid compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty and Regulation (EU) 2022/2473 declaring certain categories of aid to undertakings active in the production, processing and marketing of fishery and aquaculture products compatible with the internal market in application of Articles 107 and 108 of the Treaty*, Brussels, 9 febbraio 2023, C(2023) 1712 final.

temporanei di crisi in materia di aiuti di Stato<sup>35</sup>, non sono molti i casi in cui gli investimenti *de quibus* sono considerati ammissibili.

Tra questi possono essere annoverate le infrastrutture destinate ad un uso pubblico gratuito o legate all'esercizio di poteri pubblici, come può essere lo sviluppo di una rete a banda larga per scopi non commerciali, poiché la realizzazione non favorisce o avvantaggia nessuna impresa specifica<sup>36</sup>. Sono altresì ammissibili gli interventi posti in essere in applicazione del principio dell'investitore privato in un'economia di mercato, che prevede la non configurabilità dell'aiuto se lo Stato agisce come un normale investitore privato secondo le condizioni del mercato (decisione della Commissione dell'11 dicembre 2007 nel caso C 53/2006 Citynet Amsterdam).

Allo stesso modo sono ammessi gli «aiuti di Stato sotto forma di compensazione degli obblighi di servizio pubblico, concessi a determinate imprese incaricate della gestione di servizi di interesse economico generale (SIEG)»<sup>37</sup>. Sul punto, inoltre, gli Orientamenti della Commissione sugli aiuti di Stato sulla banda larga non escludono

---

<sup>35</sup> Il Quadro Temporaneo in materia di aiuti di Stato (Commissione europea, *Comunicazione del 19 marzo 2020 – “Temporary framework for State aid measures to support the economy in the current COVID-19 outbreak”*, 2020/C 91 I/01) individua una serie di misure che la Commissione ritiene compatibili *ex artt.* 107, c. 3, lett. b e c del TFUE. Se lo Stato membro rispetta le condizioni stabilite dal Quadro, l'iter di valutazione e autorizzazione da parte della Commissione subisce una semplificazione. Inoltre, le misure previste dal Quadro Temporaneo sono cumulabili sia tra loro, sia con gli aiuti individuati nel Regolamento Generale di Esenzione per Categoria (GBER), sia con gli aiuti *de minimis*, purché rispettino le disposizioni relative al cumulo contenute in ogni disciplina. Ad oggi il Quadro temporaneo ha subito diverse modifiche per un totale di sette emendamenti (per ultimo con la Comunicazione 2022/C423/04) e resterà in vigore fino al 31 dicembre 2023.

<sup>36</sup> Commissione europea, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti dell'Unione europea per l'applicazione delle norme in materia di aiuti di Stato in relazione allo sviluppo rapido di reti a banda larga* (2013/C 25/01), 2013, 3.

<sup>37</sup> I c.d. criteri Altmark sanciti dalla Corte di Giustizia europea nella Causa C-280/00 e nella decisione 2012/21/Ue della Commissione europea (sul punto E. SCOTTI, *Il finanziamento dei servizi pubblici locali tra vincoli di bilancio, aiuti di Stato e diritti fondamentali*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Il «disordine» dei servizi pubblici locali. Dalla promozione del mercato ai vincoli di finanza pubblica*, Torino, 2015, 173 ss. e C. WEHLANDER, *Services of General Economic Interest as a Constitutional Concept of EU Law*, The Hague, 2016, 147 ss.).

l'inserimento delle reti a banda larga tra i SIEG<sup>38</sup>, anche se, sino ad oggi, ciò non è mai avvenuto, così come si evince dalle relazioni biennali comunicate alla Commissione Europea, denotando il poco interesse dello Stato ad affidare ad imprese private, pur avendo a disposizione appositi strumenti giuridici, i servizi essenziali per coprire zone a fallimento di mercato.

Proprio al fine di stimolare gli investimenti in infrastrutture digitali, nel 2013 la Commissione europea ha adottato gli *Orientamenti* in materia di aiuti di Stato per le connessioni a banda larga, nei quali sono individuati i limiti della portata dei singoli interventi ammissibili in materia, attraverso la differenziazione dell'ammissibilità dell'aiuto a seconda delle aree di copertura (bianche, grigie o nere).

Nelle aree bianche, ad esempio, gli aiuti di Stato sono ritenuti ammissibili con il mercato interno e, quindi, possono essere concessi senza obbligo di notificare la misura alla Commissione, mentre per le aree grigie, questa «dovrà effettuare un'analisi più dettagliata per verificare se l'intervento dello Stato è necessario»<sup>39</sup>.

Negli *Orientamenti* in questione, si precisa che gli aiuti di Stato, «quando il funzionamento dei mercati [...] è ritenuto insoddisfacente sotto il profilo della politica di coesione», possono «consentire di ottenere risultati più auspicabili e più equi». In particolare, per ciò che attiene il comparto della banda larga, si evidenzia come «un intervento pubblico ben mirato può contribuire a ridurre il “divario digitale” tra le aree e le regioni che dispongono di servizi a banda larga accessibili e competitivi e le aree in cui quest'offerta è assente»<sup>40</sup>. Inoltre, detti *Orientamenti* sono stati recentemente aggiornati (2023) rinforzando l'attenzione all'ammissibilità degli aiuti per la banda larga «che contribuiscano a ridurre il divario digitale», «correggere disuguaglianze sociali o regionali o per conseguire obiettivi di equità» per rafforzare «la coesione sociale e territoriale»<sup>41</sup>.

---

<sup>38</sup> V. VISCO COMANDINI, *I servizi d'interesse economico generale fra finanziamento pubblico e aiuti di stato: il caso della banda larga*, in *Astrid Rassegna* 99, 2009.

<sup>39</sup> Commissione europea, *cit.*, 16, par. 3.3, n. 76.

<sup>40</sup> Commissione europea, *cit.*, 2.

<sup>41</sup> Commissione europea, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti in materia di aiuti di Stato a favore delle reti a banda larga* (2023/C 36/01), 2023, 11.

Per evitare un intervento della Commissione la scelta italiana è ricaduta sull'adozione di un modello *wholesale only*<sup>42</sup> (in questo caso con l'affidamento dei lavori ad Open Fiber e FiberCorp)<sup>43</sup>, attualmente l'unico idoneo a non porre conflitti con la disciplina degli aiuti di Stato alle infrastrutture<sup>44</sup> e a garantire l'accesso alla rete in forma neutrale e non discriminatoria a tutti gli operatori che, in questo caso, ne usufruiscono in qualità di clienti.

In tal senso, l'evoluzione della disciplina degli aiuti di Stato alle infrastrutture digitali evidenzia come le istituzioni europee stiano ampliando la sfera degli interventi ammissibili. Se fino agli anni '90 gli aiuti di Stato e il sostegno pubblico alle infrastrutture erano percepiti come due ambiti distinti e non confliggenti – sebbene entrambi fossero fondamentali per stimolare la crescita economica e favorire l'integrazione<sup>45</sup> – l'eccessivo miglioramento delle costruzioni e delle infrastrutture, piuttosto che il controllo del sostegno pubblico ad esse, e l'introduzione della concorrenza in settori precedentemente controllati dallo Stato, ha visto la necessità di introdurre nuovi strumenti di controllo. Ciò denota, più che un'inversione di tendenza, un'evoluzione del controllo che rivaluta il ruolo dello Stato nella concorrenza e nella tutela dei diritti sociali.

---

<sup>42</sup> Sulla questione *wholesale only* e in maniera critica verso la possibilità di una rete unica attraverso lo scorporo dell'infrastruttura rete di TIM S.p.a. *ex art. 43 Cost.* cfr. E. BRUTTI LIBERATI, *Scelte di politica industriale e sociale, regolazione e mercato. Il caso della unificazione delle reti fisse di comunicazione elettronica*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1/2020, 9, il quale ha osservato come «oggi, anche alla luce del contesto determinatosi a seguito dell'attuazione della Strategia italiana per la banda ultra-larga e dell'entrata nel mercato di Open Fiber, argomentare credibilmente che la nazionalizzazione della rete è indispensabile per garantire l'efficienza e la sicurezza del sistema non sembra agevole».

<sup>43</sup> A seguito della decisione della Commissione europea “State aid SA.41647 (2016/N) – Italy – Strategia Banda Ultralarga” del 30 giugno 2016, con la quale è stato autorizzato il Piano di intervento nelle aree bianche in quanto compatibile con la normativa europea in materia di aiuti di Stato.

<sup>44</sup> A. MANGANELLI, *Co-investimento, Wholesale-only e “Rete unica”*: un'analisi dei nuovi modelli regolatori e di mercato nelle Telecomunicazioni, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 1/2022.

<sup>45</sup> G. BRUZZONE, M. BOCCACCIO, *Infrastructure Financing and State Aid Control: The Potential for a Virtuous Relationship*, in B. NASCIMBENE, A. DI PASCALE, *The Modernisation of State Aid for Economic and Social Development*, Berlino, 2018.

## 5. Governo dell'economia e innovazione tecnologica

Le attuali scelte di governo dell'economia a livello europeo derivano dalla circostanza che gli aiuti di Stato considerati potenzialmente legittimi, e per questo esentati dal controllo preventivo da parte della Commissione, possono costituire un incentivo indiretto alla promozione degli investimenti da parte dei privati per favorire la coesione digitale. Possono essere considerati compatibili, quindi, quegli aiuti mirati «a risolvere una situazione in cui può determinare un miglioramento tangibile che il mercato da solo non è in grado di assicurare, ad esempio per porre rimedio a un fallimento del mercato o per risolvere questioni in materia di equità o coesione»<sup>46</sup>.

Pertanto, in virtù degli eventi storici e dei nuovi indirizzi della programmazione europea, lo Stato ha iniziato a riassumere un ruolo plurimo che si trova nel mezzo tra Stato interventore (tramite gli aiuti di Stato), imprenditore (tramite gli investimenti pubblici) e innovatore (tramite la promozione di nuove tecnologie per la riduzione del *digital divide*). Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza italiano (PNRR) è l'esempio concreto di questo intreccio di ruoli e di come la nuova flessibilità europea in materia di intervento pubblico possa offrire un margine di manovra allo Stato per intraprendere nuovamente un ruolo "attivo" per lo sviluppo economico. Ben il 27% delle risorse stanziato attraverso il PNRR sono dedicate alla transizione digitale e al completamento di progetti già avviati, come la già menzionata Strategia per la banda ultralarga varata dal Governo nel 2015.

Tuttavia, le politiche adottate necessitano di essere scrupolose poiché, se basate eccessivamente su aiuti ed investimenti, possono transitare verso una *non-convergence trap*<sup>47</sup>, in cui il sistema economico non riesce più a farne a meno e non converge verso la frontiera tecnologica, portando così il Paese a essere meno competitivo rispetto agli altri.

A tal riguardo, si è osservato come nel settore tecnologico non sarebbe efficace l'intervento dello Stato imprenditore per la difficoltà

---

<sup>46</sup> Commissione europea, *Comunicazione della Commissione – Orientamenti in materia di aiuti di Stato a favore delle reti a banda larga*, cit., 9, par. 4, punto 31, lett. b), n. ii.

<sup>47</sup> D. ACEMOGLU, P. AGHION, F. ZILIBOTT, *Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth*, in *Journal of the European Economic Association*, 2006, 4(1), 39.



di quest'ultimo nell'emulare tecnologie esistenti, impiegare tecnologie consolidate o intraprendere politiche di investimenti in ricerca e sviluppo. Diviene necessario, dunque, adottare un modello di Stato innovatore che sia caratterizzato da una selezione più oculata di imprese altamente qualificate e in grado di offrire soluzioni tecnologiche che possano rimanere valide anche con il trascorrere del tempo<sup>48</sup>.

Una politica del genere diviene essenziale nel momento in cui lo Stato investe per stare al passo con il progresso tecnologico e giunge al punto in cui diviene necessario che sia lo Stato stesso a proporre nuove innovazioni tecnologiche, aumentando gli investimenti pubblici nella Ricerca e Sviluppo e mantenendo aggiornate le infrastrutture già realizzate.

È evidente, quindi, come gli investimenti pubblici su *asset* e infrastrutture tecnologiche necessitino di incontrare il giusto equilibrio con gli interessi dei privati. Il periodo delle privatizzazioni ha comportato, in alcuni casi, uno sviluppo disomogeneo dell'infrastruttura di rete che ha poi costretto lo Stato ad adottare i piani per la banda larga con il fine di coprire le zone bianche, cioè quelle nelle quali non è stato effettuato alcun intervento da parte di un operatore privato perché economicamente non vantaggioso. Ad esempio, i risultati ottenuti con il Piano nazionale banda larga del 2012 sono stati ritenuti insufficienti per la propensione degli operatori privati a investire solo nelle aree più sicure e non anche nelle aree a fallimento di mercato<sup>49</sup>. Pertanto, gli investimenti privati, anche se favoriti dall'intervento pubblico, tendono comunque ad allocare le risorse nelle zone ad alta redditività<sup>50</sup> con conseguente aumento del *digital divide* che allontana la coesione digitale.

Per certi versi, la ricerca di un nuovo equilibrio tra regolazione pro-concorrenziale, politica industriale e difesa degli interessi pubblici, in particolare quelli non tutelabili mediante le classiche dinamiche del mercato, si riscontra anche in iniziative recenti dell'Unione come il Codice europeo delle comunicazioni elettroniche<sup>51</sup>. Nel Codice, infatti,

---

<sup>48</sup> D. ACEMOGLU, P. AGHION, F. ZILIBOTT, *op. cit.*, 37-74.

<sup>49</sup> F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA, *op. cit.*, 54.

<sup>50</sup> F. BASSANINI, *L'Italia tra ripresa e declino: gli investimenti nelle reti di telecomunicazione e la competitività del Paese*, in *Astrid Rassegna* 20, 2013.

<sup>51</sup> Direttiva (UE) 2018/1972 del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 dicembre 2018 che istituisce il codice europeo delle comunicazioni elettroniche,

si regola la possibilità degli Stati membri di imporre degli obblighi di servizio universale per le reti a banda larga, al fine di soddisfare le richieste di accesso da parte degli utenti finali (art. 84)<sup>52</sup>.

I profili presenti nella direttiva cercano di risolvere, in parte, la questione del bilanciamento degli interessi attraverso l'utilizzo dello strumento del servizio universale. Pertanto, se da un lato si garantisce il libero mercato per le imprese che erogano servizi di rete, dall'altro viene dato allo Stato sia potere di sorveglianza, sia potere di controllo sui servizi erogati con la possibilità, ove sia necessario, di intervenire sulle compagnie private per garantire l'erogazione di un servizio territorialmente omogeneo – ed economicamente accessibile – nei confronti di tutta la popolazione. Il tutto senza escludere la possibilità per il settore pubblico di impiegare risorse proprie, purché compatibili con la disciplina sovranazionale.

#### 6. *Riflessioni conclusive*

Allo stato attuale la disciplina sovranazionale in materia di divieto di aiuti di Stato può essere intesa come «un vero e proprio fattore promozionale degli investimenti pubblici e privati degli Stati membri, compresi quelli infrastrutturali»<sup>53</sup>, può favorire gli investimenti necessari per lo sviluppo infrastrutturale strategico, superando i limiti

---

attuata in Italia con Decreto Legislativo n. 207 dell'8 novembre 2021. La direttiva in questione pone in evidenza come «una connettività pervasiva in ciascuno Stato membro è essenziale per lo sviluppo economico e sociale [...] e per la coesione territoriale» (punto 109) e la circostanza che il settore delle telecomunicazioni sia stato liberalizzato con la conseguente intensificazione della concorrenza fa divenire necessaria «un'azione parallela volta a istituire un quadro normativo armonizzato che garantisca la prestazione di un servizio universale» (punto 211). In questa maniera, attraverso l'istituzione della rete come servizio universale si otterrebbe un accesso alla rete a costi calmierati, necessario perché internet «è la base della partecipazione all'economia e alla società digitali attraverso i servizi essenziali forniti online da internet» (punto 213).

<sup>52</sup> Quanto previsto dovrebbe avvenire anche grazie alla mappatura geografica delle reti, ai sensi dell'art. 22 della direttiva secondo cui «entro il 21 dicembre 2023 le autorità nazionali di regolamentazione e/o le altre autorità competenti realizzano una mappatura geografica della portata delle reti di comunicazione elettronica in grado di fornire banda larga («reti a banda larga») e successivamente provvedono ad aggiornare i dati ogni tre anni».

<sup>53</sup> F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA, *op. cit.*, 46.

degli operatori privati e dell'economia di mercato. Questo fenomeno "promozionale" può osservarsi proprio nelle già citate iniziative sulla banda larga, destinate non a creare un beneficio economico diretto per lo Stato, ma a coinvolgere l'investitore privato attraverso l'intervento pubblico così che a beneficiarne sia la collettività.

Si consideri che l'Italia, seppure abbia compiuto progressi significativi in materia di connettività e riduzione del *digital divide* (collocandosi al 7° posto ed effettuando un importante passaggio dal 23° posto del DESI 2021 grazie ai progressi della copertura 5G), soprattutto grazie all'"opportunità" offerta dall'attivazione della clausola di salvaguardia generale al Patto di Stabilità conseguente alla crisi pandemica, continua a mantenere le proiezioni dei costi di coesione digitale estremamente bassi rispetto agli altri settori. In particolare, dal 2007 al 2027 le spese per la coesione in reti e servizi digitali si stimano corrispondere al 4% del totale a fronte, ad esempio, del 30% dedicato a trasporti e mobilità<sup>54</sup>.

Gli interventi statali, quindi, trascinandosi i numerosi anni di una politica economica austera, seguono un criterio c.d. "conservativo", il quale continua a tutelare prioritariamente il mercato aperto e la libera concorrenza<sup>55</sup> e a tralasciare quegli interventi ritenuti più "invasivi", quali il Golden Power<sup>56</sup>, in favore di strumenti di intervento pubblico più equilibrati come il Partenariato Pubblico-Privato (PPP)<sup>57</sup>.

---

<sup>54</sup> Presidenza del Consiglio dei Ministri – Dipartimento per le Politiche di Coesione, [opencoesione.gov.it](https://opencoesione.gov.it): <https://opencoesione.gov.it/it/dati/>, consultato in data 12 settembre 2023.

<sup>55</sup> G. LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, op. cit., 57-68.

<sup>56</sup> A. SACCO GINEVRI, *I "golden powers" dello Stato nei settori strategici dell'economia*, in [federalismi.it](http://federalismi.it), 2016.

<sup>57</sup> Sul punto, in maniera esemplificativa e non esaustiva cfr. *ex multis* H. J. LIU, P. E. LOVE, J. SMITH, M. C. SING., J. M. METTHEWS, *Evaluation of public-private partnerships: A life-cycle Performance Prism for ensuring value for money*, in *Environment and Planning C: Politics and Space*, 2018; G. HODGE, C. GREVE, *Contemporary public-private partnership: Towards a global research agenda*, in *Financial Accountability & Management*, 2018; M. TIBERII, *Il partenariato pubblico-privato, la finanza di progetto e le concessioni amministrative: profili di rischio*, in [GiustAmm.it](http://GiustAmm.it), 2018; S. AMOROSINO, *Il Partenariato Pubblico Privato dalle teorie giuridiche alla realtà del Codice dei contratti pubblici (e del decreto correttivo, n. 56/2017)*, in *Urbanistica e appalti*, 2017; E. ADAMO, W. TORTORELLA, M. NICOLAI, e altri, *Partenariato pubblico-privato e project finance: la disciplina, la*

Quest'ultimo rappresenta l'«espressione più elevata della sussidiarietà orizzontale»<sup>58</sup> dello Stato, il quale limita i suoi oneri svolgendo un ruolo di organizzazione e regolazione. Il PPP può essere in grado di colmare lacune proprie del settore pubblico quali, ad esempio, le carenze tecniche, fondamentali per la realizzazione di infrastrutture strategiche, e la disponibilità di risorse finanziarie da dedicare alla ricerca per l'innovazione. L'ipotetica assenza di tali lacune potrebbe anche scongiurare la trappola di non convergenza sopra menzionata e promuovere più facilmente la coesione digitale<sup>59</sup> attraverso l'affidamento all'*expertise* privato.

Quest'ultima, però, è ormai un elemento portante e necessario perché si possa raggiungere un nuovo equilibrio territoriale ed economico, senza trascurare i profili sociali dettati, ad esempio, dalla maggiore diffusione della cultura e dell'istruzione, anche d'eccellenza, con una migliore distribuzione della ricchezza, una migliore capacità di attrarre imprese estere ad investire in territori originariamente più svantaggiati e per sopperire alla mancata capillarizzazione delle infrastrutture di mobilità e trasporti – i cui costi di realizzazione o miglioramento risultano essere assai più impegnativi – attraverso sistemi più sostenibili. La volontà di investire sul settore digitale ha trovato piena espressione proprio nel PNRR, dove la digitalizzazione e il contrasto al fenomeno del *digital divide* dispongono di più risorse di quante non ne siano state previste per mobilità e trasporti<sup>60</sup>.

---

*giurisprudenza, la finanza e gli aspetti contabili*, Santarcangelo di Romagna, 2016; M. BIANCO, P. SESTITO, *I servizi pubblici locali. Liberalizzazione, regolazione e sviluppo industriale*, Bologna, 2010; E. IOSSA, F. ANTELLINI, *Potenzialità e criticità del Partenariato pubblico privato in Italia*, in *Rivista di Politica Economica*, 2008; M. A. SANDULLI, *Il Partenariato pubblico privato e il diritto europeo degli appalti e delle concessioni*, in *Atti Convegno SPISA*, 29 luglio 2005.

<sup>58</sup> B. RAGANELLI, *Cooperazione pubblico-privata e concorrenza*, in G. LUCHENA E B. RAGANELLI, *op. cit.*, 201.

<sup>59</sup> Più in generale, la presenza dello Stato nel sistema produttivo nazionale è di fondamentale importanza durante i periodi di crisi (M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Next Generation Eu: l'impresa pubblica come strumento giuridico per un intervento pubblico strategico*, in U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *op. cit.*, 413-420).

<sup>60</sup> Inoltre, con il Decreto-legge del 6 novembre 2021, n. 152 – Decreto convertito, con modificazioni dalla Legge 29 dicembre 2021, n. 233, recante “Disposizioni urgenti per l’attuazione del Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR) e per la prevenzione delle infiltrazioni mafiose” è stato istituito in via sperimentale per gli

---

anni 2022, 2023, 2024, 2025 e 2026 il Fondo per la Repubblica Digitale «destinato esclusivamente al sostegno di progetti rivolti alla formazione e all'inclusione digitale, con la finalità di accrescere le competenze digitali, anche allo scopo di migliorare i corrispondenti indicatori del Digital Economy and Society Index (DESI) della Commissione europea».



## **Le CBDC alla luce della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile: modello “estrattivo” vs. modello “rigenerativo”.**

**SOMMARIO:** 1. Crisi climatica, Sviluppo sostenibile, innovazione tecnologica e CBDC. – 2. Caratteristiche strutturali e implicazioni giuridico-economiche delle CBDC come nuova forma di moneta. – 3. Non neutralità e politica economica della moneta. – 4. Alla ricerca di un “modello rigenerativo”, e non “estrattivo”, di CBDC.

### *1. Crisi climatica, Sviluppo sostenibile, innovazione tecnologica e CBDC.*

Il Rapporto di Sintesi 2023 dell’Intergovernmental Panel on Climate Change<sup>1</sup> ribadisce la gravità della crisi climatica innescata dall’aumento delle emissioni di gas serra nell’atmosfera e la ristrettissima finestra temporale entro cui le azioni umane sono potenzialmente in grado di arginare il processo degenerativo in atto<sup>2</sup>, evitando radicali stravolgimenti dell’ecosistema terrestre che potrebbero porre fine al Mondo per come lo conosciamo oggi<sup>3</sup>. Per riuscire nell’impresa, è necessaria un’azione concertata a livello internazionale idonea a supportare un processo di “transizione” verso un’economia globale a basse emissioni e resiliente al clima, in particolare cambiando il modo

---

<sup>1</sup> L’Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC) è un forum scientifico intergovernativo formato nel 1988 da due organismi delle Nazioni Unite, la World Meteorological Organization (WMO) e lo United Nations Environmental Programme (UNEP) allo scopo di studiare il riscaldamento globale. L’IPCC ha sinora pubblicato sei Rapporti di Valutazione (Assessment Report) periodici, l’ultimo dei quali (AR6) pubblicato in tre studi consequenziali tra il 2021 e il 2022. Nel Marzo 2023 è stato pubblicato il Rapporto di Sintesi relativo al Sesto Rapporto di Valutazione. Cfr. IPCC, *Synthesis Report of the IPCC Sixth Assessment Report (AR6)*, Ginevra, 2023.

<sup>2</sup> Secondo il Rapporto di Sintesi 2023, tale finestra temporale è molto difficile da stimare; tuttavia, confermando le valutazioni svolte in precedenza, si ritiene indispensabile raggiungere le zero emissioni nette di CO<sub>2</sub> entro il 2050, precisando che la finestra temporale maggiormente utile per ridurre l’impatto del cambiamento climatico è di circa due decenni. Cfr. IPCC, *op. cit.*

<sup>3</sup> Al riguardo, basti pensare all’innalzamento del livello dei mari e ai fenomeni di desertificazione terrestre, quali conseguenze del cambiamento climatico in atto, per comprendere come quest’ultimo potrà modificare radicalmente la conformazione geografica di coste ed entroterra e gli insediamenti urbani.

in cui la nostra società produce e consuma energia e, soprattutto, riducendo drasticamente l'utilizzo delle fonti fossili.

Sul piano giuridico internazionale, gli obiettivi di mitigazione e di adattamento al cambiamento climatico<sup>4</sup> assumono rilevanza nel più ampio contesto dello Sviluppo sostenibile, ma godono di un'autonoma base giuridica, che ha la sua chiave di volta nell'UNFCCC e più nello specifico nell'Accordo di Parigi del 2015<sup>5</sup>. Quest'ultimo, infatti, ha stabilito obiettivi climatici vincolanti<sup>6</sup>, tra cui quello di “*rafforzare la risposta mondiale alla minaccia posta dai cambiamenti climatici, nel contesto dello sviluppo sostenibile e degli sforzi volti a eliminare la povertà, in particolare (...) rendendo i flussi finanziari coerenti con un percorso che conduca a uno sviluppo a basse emissioni di gas serra e resiliente al clima*” (art. 2.1, lett. c). Il contrasto al cambiamento climatico, infatti, rappresenta la sfida internazionale più rilevante, e quindi prioritaria, per quanto riguarda il futuro del genere umano, la quale implica *in re ipsa* una profonda trasformazione del modello di sviluppo globale e, quindi, anche del sistema finanziario<sup>7</sup>.

Gli obiettivi internazionalmente rilevanti che impongono cambiamenti di sistema, tuttavia, sono ben più ampi di quelli climatici e rispondono a più pervasive esigenze di giustizia ambientale e sociale ovvero di equità *inter-* e *intra-* generazionale, come la protezione dell'ambiente, degli ecosistemi e della biodiversità, la riduzione dell'inquinamento, la lotta alla fame e alla povertà estrema, la tutela dei diritti umani fondamentali e la riduzione delle diseguaglianze. Detti obiettivi sono unitariamente ricompresi sotto l'egida dello Sviluppo

---

<sup>4</sup> L'azione climatica viene tradizionalmente distinta in mitigazione e adattamento. Cfr. sul punto Accordo di Parigi, Art. 2.1, lett. a) e b), e Agenda 2030, SDG 13.

<sup>5</sup> La United Nations Framework Convention on Climate Change (UNFCCC) è una convenzione quadro, firmata nel 1992 in occasione della Conferenza di Rio e ratificata da 197 Stati, avente l'obiettivo di contrastare il cambiamento climatico. In tale contesto, si tengono incontri annuali tra gli Stati membri, denominati Conferenze delle parti (COP). L'Accordo di Parigi è stato concluso tra gli Stati membri dell'UNFCCC in occasione della COP 21 del 2015.

<sup>6</sup> Cfr. Accordo di Parigi, Art. 2.1. Com'è noto, il principale obiettivo ex art. 2.1, lett. a) è mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2 °C rispetto ai livelli preindustriali e limitare tale aumento a 1,5 °C rispetto ai livelli preindustriali.

<sup>7</sup> In tale contesto, l'articolo si interroga sulla necessità e sull'opportunità di riformare anche il sistema monetario, oltre a quello finanziario.



sostenibile<sup>8</sup>, inteso, quest’ultimo, quale concetto, obiettivo e principio giuridico<sup>9</sup> che è emerso e si è consolidato nella prassi politica e nell’ordinamento internazionale attraverso una lunga e articolata parabola evolutiva<sup>10</sup>, caratterizzata soprattutto da *soft-law*<sup>11</sup>, al fine di

---

<sup>8</sup> Il concetto di Sviluppo sostenibile è ampiamente ricostruito come piena e pari integrazione delle considerazioni di natura economica con quelle di natura climatico-ambientale e di natura sociale (che costituiscono le tre dimensioni indivisibili e interconnesse dello Sviluppo sostenibile) funzionale a rispondere ad esigenze di equità intergenerazionale, vale a dire di giustizia climatica ed ambientale, ed intragenerazionali, vale a dire di giustizia ed uguaglianza sociale, ulteriormente dettagliate in molteplici obiettivi.

<sup>9</sup> Per una ricostruzione del dibattito sullo Sviluppo sostenibile come concetto, obiettivo e principio giuridico internazionale, che si articola a sua volta in una pluralità di obiettivi e principi, ci sia consentito il rinvio a T. BUSSANI, *Il mercato del debito sostenibile nel diritto internazionale*, Tesi di Dottorato, tutor: G. Peroni, coordinatore: F. Biondi; Università degli Studi di Milano, Dipartimento di Diritto Pubblico Italiano e Sovranazionale, Milano, 2023, Capitolo I.

<sup>10</sup> Tale parabola evolutiva si estende dal 1972, anno in cui per la prima volta nella storia gli Stati si riunirono per discutere dei comuni problemi riguardanti il futuro del Pianeta e dell’intera Umanità, decidendo di adottare una “*comune visione*” e “*comuni principi*” per indirizzare il necessario cambiamento (Conferenza di Stoccolma sull’Ambiente Umano – cfr. NAZIONI UNITE, *Report of the United Nations Conference on the Human Environment*, 1972, UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1 e in particolare la Dichiarazione di Stoccolma in esso contenuta), sino al 2015, anno in cui (oltre all’Accordo di Parigi) è stata approvata l’Agenda 2030 delle Nazioni Unite, che ha da ultimo dettagliato sul piano politico gli obiettivi internazionali di Sviluppo sostenibile, definendo i 17 *Sustainable Development Goals* e qualificandoli come obiettivi “*universali*”, “*interconnessi*” e “*indivisibili*”, funzionali a “*trasformare il mondo in cui viviamo*”, nonché “*il modo in cui la nostra società produce e consuma beni e servizi*” (Risoluzione dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1 del 25 Settembre 2015 “*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*”, UN Doc. A/RES/70/1 – cfr. in particolare Preambolo e Punti 2, 5 e 28 per le citazioni riportate).

<sup>11</sup> Di seguito sono riepilogati in ordine cronologico i principali atti internazionali che nel loro insieme definiscono il contenuto dello Sviluppo sostenibile: (i) Dichiarazione di Stoccolma sull’Ambiente Umano del 1972 (UN Doc. A/CONF.48/14/Rev.1); (ii) Rapporto Brundtland del 1986 e Risoluzione Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 42/187 del 11 Dicembre 1987 “*Our Common Future*” (UN Doc. A/RES/42/187) con cui detto Rapporto è stato adottato; (iii) Dichiarazione di Rio sull’Ambiente e lo Sviluppo del 1992 (A/CONF.151/26); (iv) Dichiarazione del Millennio del 2000 (A/RES/55/2); (v) Dichiarazione di Johannesburg sullo Sviluppo Sostenibile del 2002 (A/CONF.199/20); (vi) Agenda 2030 per lo Sviluppo sostenibile ovvero Risoluzione dell’Assemblea Generale delle Nazioni Unite n. 70/1

trasformare il modello di sviluppo globale in un modello sostenibile sotto i profili economico, ambientale e sociale, nell'interesse delle generazioni presenti e, soprattutto, future<sup>12</sup>. Oggigiorno, nonostante l'ampio e controverso dibattito sulla natura, la portata e l'efficacia del principio dello Sviluppo sostenibile nel diritto internazionale<sup>13</sup>, è indubbio che quest'ultimo si stia sempre più consolidando come principio trasformativo dalla portata universale, che orienta positivamente Stati e Organizzazioni internazionali nella definizione delle politiche nazionali e sovranazionali e che mira a porre rimedio a quegli squilibri di natura strutturale che contraddistinguono il sistema economico contemporaneo, in cui gli effetti della produzione e della crescita sul clima, l'ambiente e la società complessivamente considerata sono intesi quali mere "esternalità" ovvero fattori esterni al processo economico di creazione del valore<sup>14</sup>. Proprio tale "esternalizzazione", infatti, può essere considerata come la causa prima delle molteplici, concomitanti e interconnesse crisi climatiche, energetiche, ambientali ed economico-sociali che caratterizzano l'età

---

del 25 Settembre 2015 "*Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*" (UN Doc. A/RES/70/1).

<sup>12</sup> Sin dalla sua prima formulazione (contenuta nel Rapporto Brundtland, recepito dalla Risoluzione dell'Assemblea Generale n. 42/187 citata *supra* nota 11), il concetto è stato elaborato proprio con l'obiettivo di riformare progressivamente il sistema economico, orientando in tal senso l'evoluzione del diritto internazionale (tale punto risulta implicito sia nel Rapporto Brundtland che nella Risoluzione n. 42/187, mentre è stato esplicitato nella Dichiarazione di Rio del 1992, Principio 27), per realizzare un "*modello di sviluppo in grado di soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*" attraverso un "*processo di cambiamento in cui lo sfruttamento delle risorse, la direzione degli investimenti, l'orientamento dello sviluppo tecnologico e il cambiamento istituzionale siano resi coerenti con bisogni futuri così come quelli presenti*" (cfr. Rapporto Brundtland, Overview, rispettivamente Punti 27 e 3).

<sup>13</sup> In generale, il dibattito ruota intorno all'opposizione tra tesi "minimaliste", in cui la normatività del *concetto* di Sviluppo sostenibile è ridotta a mera dichiarazione di intenti dal significato politico, ma improduttiva di effetti giuridici, e tesi "massimaliste", in cui l'*obiettivo* e il *principio* dello Sviluppo sostenibile vengono valorizzati per farvi derivare veri e propri obblighi di condotta per Stati e Organizzazioni internazionali di diritto internazionale generale.

<sup>14</sup> Cfr. tra gli altri G. PERONI, *Stabilità economica e sostenibilità nel diritto internazionale*, Milano, 2020.

contemporanea, quali componenti di un'unica grande e generalizzata crisi di sistema<sup>15</sup>.

Nel corso dell'ultimo decennio, sulla scia dell'Agenda 2030 e del citato art. 2.1 lett. c) dell'Accordo di Parigi, numerosi sforzi sono stati compiuti a livello politico, economico, sociale e istituzionale per accelerare il percorso di transizione in favore di un modello di sviluppo globale sostenibile e resiliente al clima, anche attraverso la riforma del settore finanziario e dei mercati internazionali<sup>16</sup>. Il recente fenomeno della Finanza sostenibile, da intendersi quale processo di integrazione delle considerazioni di natura climatica, ambientale ed economico-

---

<sup>15</sup> La considerazione per cui molteplici crisi apparirebbero ad un'unica grande e generalizzata crisi "di sostenibilità" dell'attuale modello di sviluppo globale è ben espressa già nel Rapporto Brundtland, in specie Overview, Punti 11 e 28.

<sup>16</sup> Sul punto cfr., sul piano normativo, Accordo di Parigi, art. 2.1 lett. c) citato *supra*, nonché Agenda 2030 e, quale sua parte integrante, l'Addis Abeba Action Agenda. Sul piano più propriamente politico internazionale, cfr. i documenti dello United Nation Environmental Programme (UNEP) – *The financial system we need. Aligning the financial system with sustainable development*, Ginevra, 2015; *The financial system we need. From momentum to transformation*, Ginevra, 2016; *Financing the Transition. How financial system reform can serve Sustainable Development*, Ginevra, 2016 – e il documento programmatico dell'UNEP e della Banca Mondiale *Roadmap for a Sustainable Financial System*, 2017; le Dichiarazioni dei Leader del G20 rese tra il 2016 e il 2022 e i documenti allegati, segnatamente quelle del 2016, 2021 e 2022; gli atti e le dichiarazioni rese in seno alla Conferenza delle Parti dell'UNFCCC tra il 2016 e il 2022; gli atti normativi e le politiche dell'Unione Europea; e numerosi altri documenti relativi alla riforma del settore dei servizi e dei mercati internazionali prodotti da organizzazioni internazionali ed altri enti come UNEP, UNCTAD, IOSCO, UN Global Compact, Principles for Responsible Investment, Sustainable Stock Exchange Initiative, Sustainable Banking and Financial Network, International Platform on Sustainable Finance e altri.

sociale<sup>17</sup> nell'offerta e nella disciplina dei servizi finanziari<sup>18</sup>, testimonia la crescente attenzione posta non solo da Stati e Organizzazioni internazionali, ma anche dagli attori e dalle forze del mercato, nel riformare il sistema economico-finanziario internazionale<sup>19</sup>.

Gli sforzi sinora compiuti non sono però sufficienti. Da un lato, infatti, l'intero fenomeno della Finanza sostenibile risulta tuttora

---

<sup>17</sup> Nella prassi finanziaria, tali ordini di considerazioni sono identificati con la sigla ESG – *Environmental, Social and Governance (factors o considerations)* – che aggrega i fattori ambientali e climatici (E), economico-sociali (S) e di *governance* (G) relativi agli investimenti. Il concetto di ESG, mutuato dalla prassi societaria internazionale in materia di responsabilità sociale d'impresa, si è sviluppato in campo finanziario per effetto dell'attività di numerosi operatori del mercato, in particolare nell'ambito della valutazione delle *performance*, del *rating* e della creazione di indici in merito alla sostenibilità delle imprese, penetrando infine nel lessico politico-regolatorio e giuridico internazionale. L'integrazione dei fattori ESG nell'offerta e nella disciplina dei servizi finanziari è l'elemento strutturale che caratterizza il modello della Finanza sostenibile (cfr. su tutti P. DELIMATISIS, *Sustainable Finance*, in P. DELIMATISIS, L. REINS (a cura di), *Trade and Environmental Law*, Cheltenham, 2021).

<sup>18</sup> In merito alle differenze tra Finanza tradizionale e Finanza sostenibile, cfr. in particolare: A.M. FATEMI, I.J. FOOLADI, *Sustainable finance: A new paradigm*, in *Glo. Finance J.*, 2013, 24, II; S.T. FULLWILER, *Sustainable Finance. Building a More General Theory of Finance*, in *Binzagr Global Institute for Sustainable Prosperity, Working Paper No. 106*, 2015; D. SCHOENMAKER, *Investing for the common good: a sustainable finance framework*, Bruegel, 2017; D. SCHOENMAKER, W. SCHRAMADE, *A framework for sustainable finance*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019; P. DELIMATISIS, *Sustainable Finance*, cit. Per un'analisi critica delle definizioni di Finanza sostenibile cfr. M. MIGLIORELLI, *What Do We Mean by Sustainable Finance? Assessing Existing Frameworks and Policy Risks*, in *Sustainability*, 2021, 13.

<sup>19</sup> Cfr. al riguardo gli atti e i documenti citati *supra* nota 16, che hanno incentivato non solo Stati e istituzioni sovranazionali, ma anche regolatori finanziari, reti transnazionali di regolatori, nonché *standard-setter* privati (come, ad esempio, l'International Capital Market Association) ad elaborare regolamentazioni e *standard* in materia di Finanza sostenibile e a coordinare le proprie iniziative normative. Nel merito, sugli aspetti giuridici internazionali relativi alla disciplina della Finanza sostenibile, cfr., tra gli altri, de N. ARRIBA-SELLIER, *The International Regulation and Coordination of Sustainable Finance*, in D. DAM-DE JONG, F. AMTENBRINK (a cura di) *Neth. Yearb. Int. Law*, 2021, 52; per un'analisi della regolamentazione della Finanza sostenibile nell'UE alla luce degli *standard* internazionali cfr. D.A. ZETZSCHE, M. BODELLINI, R. CONSIGLIO, *The EU Sustainable Finance Framework in Light of International Standards*, in *Journal of International Economic Law*, 2022, 25, IV.

connotato, a livello nazionale e sovranazionale, da un preoccupante vuoto di regolamentazione, standardizzazione internazionale, e soprattutto di *enforcement*, che rende il fenomeno del *greenwashing* un problema globale che rischia di compromettere l'effettivo contributo del settore alla realizzazione dei citati obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale<sup>20</sup>. Dall'altro lato, la crisi energetica innescata dall'invasione russa dell'Ucraina, la difficoltà della ripresa post-pandemica, l'elevato livello del debito pubblico e privato mondiale, l'inflazione crescente, le incertezze geopolitiche e lo spettro di una guerra nucleare non solo rappresentano un enorme ostacolo allo sviluppo di strumenti, pratiche e *business models* che possano rendere la finanza "sostenibile", ma di fatto impediscono adeguate riforme internazionali idonee a risolvere le molteplici problematiche di natura climatica, nonché ambientale e sociale, che caratterizzano il nostro tempo. Pur a fronte di significativi e crescenti progressi, i problemi dell'oggi e del domani sembrano rimanere privi di una risposta di sistema adeguata e potenzialmente risolutiva, lasciando ancora del tutto irrisolta la questione di come finanziare il sopra citato processo di transizione ecologica.

In tale scenario emergenziale<sup>21</sup>, si collocano i prodromi di una dirompente rivoluzione tecnologica, che vede nelle tecnologie basate su

---

<sup>20</sup> Per *greenwashing* si intende, con riferimento al settore finanziario, l'insieme dei comportamenti decettivi di un ente emittente volti a ingenerare negli investitori un'erronea percezione circa l'effettiva sostenibilità dei prodotti, servizi o strumenti finanziari offerti come "sostenibili". Sul piano politico-regolatorio, il fenomeno si collega, in generale, all'assenza di discipline che introducano obblighi sanzionabili per gli emittenti di prodotti, servizi o strumenti etichettati come "sostenibili" oppure ad una carenza di effettività della disciplina applicabile. Per una panoramica sulla regolamentazione a livello globale della Finanza sostenibile, che evidenzia la carenza di regolamentazioni nazionali e l'assenza di coordinamento tra le diverse cornici normative, cfr. V. SALTANE, A. ANAM, F. SUBIKA, *Does sustainable finance regulation play a role in the "greening" of capital markets?*, in *World Bank Global Indicator Briefs No. 22*, 2023. Per un'analisi critica della disciplina europea della Finanza sostenibile rispetto all'obiettivo di prevenzione del *greenwashing*, cfr. tra gli altri D.A. ZETZSCHE, M. BODELLINI, *A Sustainability Crisis Makes Bad Law! - Towards Sandbox Thinking in EU Sustainable Finance Law and Regulation*, in *SSRN Electronic Journal*, 2022; R. RANDAZZO, F.G. PEROZZI, *EU Sustainable Finance and Greenwashing: Where Are We and What Lies Ahead?*, in *Bus. Law Int.*, 2023, 24, I.

<sup>21</sup> Il riferimento è soprattutto all'emergenza climatica, la cui attualità si coglie nella prospettiva che il perpetuarsi del modello di sviluppo attuale porterà radicali e

registri distribuiti (DLT – *distributed ledger technologies* o *blockchain*)<sup>22</sup> strumenti di progresso e cambiamento, ma anche fonti di enormi pericoli e incertezze. Con riferimento al settore monetario e finanziario, l'avvento delle prime – e quindi delle criptovalute, delle monete digitali, della finanza decentralizzata, della finanza digitale, delle organizzazioni autonome decentralizzate e in generale della *token economy* e dell'*internet-of-value*<sup>23</sup> – porta con sé la promessa di una vera e propria rivoluzione dell'intero settore, in direzione – si spera – di una maggiore trasparenza, democraticità, inclusività sociale ed ecosostenibilità. Esempio più eclatante è proprio l'inedita possibilità per

---

irreversibili stravolgimenti dell'ecosistema terrestre e danni incalcolabili alla società. Crr. Al riguardo G. HARDIN, *The Tragedy of the Commons*, in *Science*, 1968, 162.

<sup>22</sup> Tecnicamente, con *blockchain* si intende una particolare categoria di DLT, ma spesso i due termini sono usati intercambiabilmente. Le DLT, infatti, sono una classe di tecnologie che consentono la registrazione e la condivisione di dati in modo distribuito e sicuro tra un insieme di partecipanti, mentre la *blockchain* è un tipico specifico di DLT che utilizza una particolare struttura dati, raccogliendo le transazioni in una catena di “blocchi” di validazione consequenziali. Cfr. tra gli altri BANCA MONDIALE, *Distributed Ledger Technology (DLT) and Blockchain*, Washington, 2017, nonché ISO 22739:2020 “*Blockchain and distributed ledger technologies – Vocabulary*”.

<sup>23</sup> In tale frase sono sintetizzate le principali innovazioni basate su tecnologia *blockchain* relative al settore monetario e finanziario. Nello specifico si tratta: delle criptovalute, quali monete digitali private non garantite da una pubblica autorità; della moneta digitale (v. sul punto nota 24), quale categorie di monete, pubbliche o private, che esistono in forma di scritture annotate su registri distribuiti e che includono CBDC e *stablecoin*; della finanza decentralizzata (De-Fi), quale fenomeno di disintermediazione e decentralizzazione delle relazioni e dei servizi finanziari; della finanza digitale, quale fenomeno di digitalizzazione delle relazioni e dei servizi finanziari che si avvale delle tecnologie basate su registri distribuiti come strumento per rappresentare *asset* finanziari in forma tokenizzata scambiabili su *blockchain*; delle organizzazioni autonome decentralizzate (DAO), quali nuovi modelli di organizzazione sociale che si avvalgono delle tecnologie *blockchain* per prendere decisioni comunitarie e gestire collettivamente monete digitali e ogni altro *asset* rappresentato in forma di *token*; della *token economy*, quale fenomeno generale che include ogni tipologia di interazione di natura economica che si avvale di *token* registrati su *blockchain* come strumento di rappresentazione di valore o *asset*; dell'*internet-of-value*, quale evoluzione della rete internet che utilizza la tecnologia dei registri distribuiti per scambiarsi valore, ovvero *asset* digitali rappresentativi di diritti, in forma decentralizzata. Cfr. *ex multis* I. MAKAROV, A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, *BIS Working Papers No. 1061*, 2022.

gli Stati, attraverso le Banche centrali, di emettere una nuova forma di moneta digitale basata su registri distribuiti<sup>24</sup>: le Central Bank Digital Currencies (CBDC). Tale innovazione apre, infatti, le porte ad una nuova “era monetaria”<sup>25</sup>, che potrà alterare i fondamenti stessi della moneta e della sua *governance*, disintermediandone i processi di creazione, distribuzione e circolazione in favore di un maggior controllo istituzionale dei fenomeni monetari e di una crescente innovazione nelle relative politiche<sup>26</sup>. Come meglio argomentato *infra*, la prospettiva di introduzione delle CBDC, definite dallo Staff del Fondo Monetario Internazionale come possibile “*next milestone in the evolution of money*”<sup>27</sup>, offre l’occasione per ripensare *in toto* il sistema, la *governance* e la politica della moneta basandosi su una nuova infrastruttura tecnologica. Occorre, quindi, chiedersi se e come la transizione climatica e il principio dello Sviluppo sostenibile possono influire sull’evoluzione del diritto monetario, interno e internazionale, proprio nel momento in cui l’innovazione tecnologica e la comparsa di una nuova forma di moneta prospettano scenari di vera e propria riforma di sistema, entro cui è possibile integrare le citate considerazioni di sostenibilità, ridisegnando il rapporto stesso tra moneta e sostenibilità.

Il tema delle CBDC ha suscitato un fervente dibattito in tutto il Mondo, il quale si è già arricchito di numerosi casi d’uso (es. Nigeria,

---

<sup>24</sup> Nel quadro dell’innovazione e rivoluzione tecnologica in corso, terminologie e definizioni sono spesso controverse, incerte e imprecise. Ai fini della presente ricerca, con il termine “moneta digitale” non si identifica qualunque forma di moneta che esiste in forma di scrittura su registri elettronici e che viene scambiata tramite internet (come la moneta bancaria), ma solo quelle forme di moneta che esistono in forma di scritture annotate su registri distribuiti e che vengono scambiate grazie a tecnologie basate su registri distribuiti.

<sup>25</sup> Cfr. tra gli altri J. HUBER, *The Monetary Turning Point: From Bank Money to Central Bank Digital Currency (CBDC)*, Berlino, 2023; C. VIÑUELA, J. SAPENA, G. WANDOSELL, G., *The Future of Money and the Central Bank Digital Currency Dilemma*, in *Sustainability*, 2020, 12, 22; e le considerazioni svolte nella rivista del Fondo Monetario Internazionale, *Finance & Development*, “*The Money Revolution. Crypto, CBDCs, and the future of finance*”, Settembre 2022.

<sup>26</sup> Sul punto v. più nel dettaglio *infra* §2 e §3.

<sup>27</sup> W. BOSSU, M. ITATANI, C. MARGULIS, A. ROSSI, H. WEENINK, A. YOSHINAGA, *Legal aspects of central bank digital currency: Central bank and monetary law considerations*, IMF Working Paper No. 20/254, 2020.

Jamaica, Bahamas)<sup>28</sup>, progetti pilota e sperimentazioni (es. Cina, India, Svezia)<sup>29</sup> e attività istituzionale di ricerca e sviluppo (es. Unione

---

<sup>28</sup> Per una panoramica sullo stato dell'arte in merito allo sviluppo e all'introduzione delle CBDC nel Mondo, cfr. i seguenti siti internet, che però utilizzano metodologie diverse: <https://cbdctracker.org/> e <https://www.atlanticcouncil.org/cbdctracker/>. Ad oggi, hanno già lanciato la propria CBDC, in particolare: (i) la Nigeria (e-Naira – per un'analisi cfr. P. K. OZILI, *eNaira central bank digital currency (CBDC) for financial inclusion in Nigeria*, in M.E.A. ABDELLI, M. SHAHBAZ (a cura di), *Digital Economy, Energy and Sustainability: Opportunities and Challenges*, Berlin/Heidelberg, 2023; J. REE, *Nigeria's eNaira, One Year After*, *International Monetary Fund Working Paper No. 2023/104*, 2023; (ii) le Bahamas (Sand Dollar – per un'analisi cfr. K. WENKER, *Retail central bank digital currencies (CBDC), Disintermediation and financial privacy: The case of the Bahamian sand dollar*, in *FinTech*, 2022, 1, IV; S. BRANCH, L. WARD, A. WRIGHT, *The evolution of SandDollar*, in *Intereconomics*, 2023, 58, IV); e (iii) la Jamaica (JAM-DEX).

<sup>29</sup> Hanno, invece, iniziato veri e propri progetti pilota in materia di CBDC, tra gli altri: (i) la Cina (e-CNY – per un'analisi cfr. J. JIANG, K. LUCERO, *Background and Implications of China's E-CNY*, *University of Florida Levin College of Law Research Paper No. 23-7*, 2023; J. XU, *Developments and implications of central bank digital currency: The case of China e-CNY*, in *Asian Econ. Policy Rev.*, 2022, 17, II; D. BHATTACHARYA, *Digital Yuan (e-CNY): China's official digital currency*, in *Strat. Anal.*, 2022, 46, I; S. LI, Y. HUANG, *The genesis, design and implications of China's central bank digital currency*, in *China Econ. J.*, 2021, 14, I); (ii) l'India (Digital Rupee – per un'analisi cfr. P. K. OZILI, *Central bank digital currency in India: the case for a digital rupee*, in K. MEHTA, R. SHARMA, P. YU (a cura di) *Revolutionizing Financial Services and Markets Through FinTech and Blockchain*, Hershey, 2023); (iii) la Svezia (E-Krona – per un'analisi cfr. H. ARMELIUS, G. GUIBOURG, A. LEVIN, G. SÖDERBERG, *The rationale for issuing e-krona in the digital era*, in *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2020, 2; H. ARMELIUS, G. GUIBOURG, S. JOHANSSON, J. SCHMALHOLZ, *E-krona design models: pros, cons and trade-offs*, in *Sveriges Riksbank Economic Review*, 2020, 2).



Europea<sup>30</sup>, Stati Uniti<sup>31</sup>, Canada, Brasile, Giappone, Korea del Sud), con il crescente coinvolgimento delle Istituzioni finanziarie

---

<sup>30</sup> Cfr. *supra* nota 28. In tema di Euro Digitale, cfr. BANCA CENTRALE EUROPEA, *Report on a Digital Euro*, Francoforte, 2020 e i successivi *report*, disponibili alla pagina web [https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.en.html), nonché, da ultimo, le proposte legislative in tema di Euro Digitale della Commissione Europea del 28 giugno 2023 (segnatamente, le proposte di Regolamento relative all'istituzione dell'euro digitale (COM(2023) 369 final) e alla prestazione di servizi in euro digitale COM(2023) 368 final), il *report* finale della BCE "A stocktake on the digital euro. Summary report on the investigation phase and outlook on the next phase" del 18 ottobre 2023, recante la decisione di procedere alla fase di sperimentazione, e il comunicato stampa emesso nella medesima data da parte dell'Eurogruppo "Statement by the Eurogroup on the decision of the ECB's Governing Council to launch the next phase of the digital euro project", che approva tale decisione.

<sup>31</sup> Sul punto cfr. tra gli altri U.S. DEPARTMENT OF TREASURY, *The Future of Money and Payments Report Pursuant to Section 4(b) of Executive Order 14067*, Washington, 2020 e FEDERAL RESERVE, *Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation*, Washington, 2022.

internazionali<sup>32</sup>. Tale dibattito sul “futuro della moneta”<sup>33</sup>, tuttavia, si rivela essere miope e deficitario. Infatti, salvo rarissime e recentissime eccezioni<sup>34</sup>, nessuna considerazione è stata sinora data a riforme monetarie basate sull’introduzione di CBDC, a livello nazionale così come a livello sovranazionale<sup>35</sup>, che possano attivamente supportare gli obiettivi della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile<sup>36</sup>. E

---

<sup>32</sup> Fondo Monetario Internazionale, Banca dei Regolamenti Internazionali e Banca Mondiale lavorano attivamente sui temi delle CBDC, sia tramite attività di ricerca, sia tramite specifiche iniziative istituzionali. In particolare, il FMI, che nel 2021 ha adottato un’apposita “Digital Money Strategy”, ha posto come obiettivo istituzionale quello di contribuire a garantire che le CBDC non solo non mettano in pericolo la stabilità economica e finanziaria interna e internazionale, ma anzi aiutino a rafforzarla; a tal fine, il Fondo esercita attività di monitoraggio sulle molteplici iniziative di Stati e Banche centrali e presta specifica attività di consulenza e assistenza nei loro confronti (cfr. FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *IMF Approach to Central Bank Digital Currency Capacity Development*, 2023). La Banca dei Regolamenti Internazionali, invece, che ha da subito svolto copiosa e fondamentale attività di ricerca in materia (cfr. su tutti: B. CŒURÉ, J. LOH, *Central Bank Digital Currencies*, Technical Report, Bank for International Settlements, Basilea, 2018, nonché BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Central bank digital currencies: foundational principles and core features*, Basilea, 2020), ha lanciato numerosi progetti pilota in seno al suo “Innovation Hub”, fondato nel 2019, proprio in tema di CBDC, soprattutto per promuovere l’utilizzo delle CBDC nei pagamenti interbancari a livello transfrontaliero e la creazione di infrastrutture tecnologiche *cross-border* per consentire lo scambio e l’interoperabilità tra CBDC (cfr. al riguardo il sito web <https://www.bis.org/about/bisih/topics/cbdc.htm>). Un esempio di collaborazione istituzionale tra tali Organizzazioni in sede di *governance* economica globale è dato dal seguente *report*: BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, BANCA MONDIALE, *Central bank digital currencies for cross-border payments. Report to the G20*, 2021.

<sup>33</sup> Invero, il dibattito sul futuro della moneta non riguarda soltanto le CBDC, ma anche *stablecoin* e criptovalute.

<sup>34</sup> Cfr. P.K. OZILI, *Circular Economy and Central Bank Digital Currency*, in *Circular Economy and Sustainability*, 2022, 2, IV; P.K. OZILI, *Using Central Bank Digital Currency to Achieve the Sustainable Development*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023; J.R. JAIMES BECERRA, J.A. CAMPAÑA CHAGLLA, N. RENTERIA, J.A. INTRIAGO ALCIVAR, *Research of the development of Green Central Bank Digital Currency, CBDC*, in *SSRN Electronic Journal*, 2023.

<sup>35</sup> L’articolo riguarda soprattutto sull’introduzione delle CBDC a livello nazionale ed europeo. Tuttavia, analoghe considerazioni valgono per riforme a livello internazionale e transnazionale basate su CBDC.

<sup>36</sup> Diverso è il caso del risparmio energetico che l’introduzione delle CBDC comporta rispetto alle altre forme di moneta. Sul punto, cfr. tra gli altri S. LEE, J. PARK,

ciò, nonostante la decisione di introdurre una nuova forma di moneta sia di per sé un atto eminentemente politico e per nulla tecnico, trattandosi di una genuina espressione della sovranità monetaria<sup>37</sup>; come tale, deve essere presa in conformità con il diritto internazionale e i principi costituzionali propri di ciascuna giurisdizione, in cui assumono sicura rilevanza le considerazioni di carattere climatico-ambientale ed economico-sociale sottese al concetto internazionale di Sviluppo sostenibile.

L'articolo ha lo scopo di evidenziare le ragioni per cui il dibattito sulle CBDC deve essere ampliato includendovi gli obiettivi internazionalmente riconosciuti della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile quali necessari obiettivi di riforma monetaria. Nel fare ciò, ci si soffermerà brevemente sulle caratteristiche strutturali e sulle conseguenze giuridico-economiche delle CBDC come nuova forma di moneta (§2); quindi, si evidenzieranno in chiave critica le implicazioni di politica economica risultanti dall'assetto attuale della *governance* della moneta rispetto ai citati obiettivi climatici e di sostenibilità (§3); infine, si procederà a distinguere concettualmente

---

*Environmental Implications of a Central Bank Digital Currency (CBDC)*, World Bank Group Korea Office Innovation and Technology Note Series No. 8, Washington, 2022.

<sup>37</sup> L'ordinamento monetario internazionale si struttura sul fondamentale principio di sovranità monetaria (cfr. su tutti C. PROCTOR, *Mann and Proctor on the Law of Money*, VIII ed., Oxford, 2023), secondo cui "lo Stato ha pieno titolo per regolare la propria moneta" (cfr. Corte Permanente di Giustizia Internazionale, *Prestiti Serbi*, Sentenza del 12 Luglio 1929, Series A. No 20), e sulla cooperazione internazionale in ambito monetario. Secondo la dottrina, la sovranità monetaria, che lo Stato esercita tipicamente attraverso la Banca centrale, include il potere di battere moneta, definire l'unità di conto ufficiale, determinare il modo di estinzione delle obbligazioni pecuniarie, controllare l'offerta di moneta e il tasso di interesse tramite la politica monetaria, stabilire il regime dei tassi di cambio, imporre controlli sui cambi e sui flussi di capitale, nonché regolare la moneta, il sistema bancario e il sistema dei pagamenti (cfr. R.M. LASTRA, *International Monetary and Financial Law*, II ed., Oxford, 2015). Nel diritto internazionale, sono poche le norme consuetudinarie (cfr. *Ivi*, nonché C. PROCTOR, *op.cit.*) e pattizie (cfr. in particolare lo Statuto del Fondo Monetario Internazionale, la Carta costitutiva della Banca dei Regolamenti Internazionali e, nel contesto europeo, il Trattato sull'Unione Europea e il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea) che limitano l'esercizio dei poteri sovrani in ambito monetario; in ogni caso, è pacifico che l'emissione di CBDC rientra nella *domestic jurisdiction* statale quale piena espressione della sovranità monetaria.

due modelli alternativi di CBDC in base alla politica economica sottostante, seguendo un approccio ecologico alla moneta (§4).

## 2. *Caratteristiche strutturali e implicazioni giuridico-economiche delle CBDC come nuova forma di moneta.*

Le Central Bank Digital Currencies sono una nuova forma di moneta<sup>38</sup>. Lo sono, in particolare, le CBDC “*retail*” o “*general purpose*”, a cui questo studio fa specifico riferimento, vale a dire le monete digitali, emesse da Banche centrali, utilizzabili come mezzo di pagamento ufficiale per l’estinzione delle obbligazioni pecuniarie<sup>39</sup>. Come tali, le CBDC si aggiungono alle altre forme di moneta in circolazione<sup>40</sup>, vale a dire: (i) il denaro contante<sup>41</sup>; (ii) le riserve

---

<sup>38</sup> Il punto è pacifico.

<sup>39</sup> In tema di CBDC, è fondamentale la distinzione tra CBDC *retail* o *general purpose* e CBDC *wholesale* (sul punto cfr. su tutti BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Central bank digital currencies – Executive Summary*, Basilea, 2023): mentre le prime costituiscono un mezzo di pagamento ufficiale utilizzabile da chiunque, le seconde si configurano come strumento di pagamento utilizzabile solamente da operatori istituzionali del sistema bancario e finanziario per regolare in maniera più efficiente le reciproche transazioni, eventualmente anche a livello transfrontaliero. Entrambe le tipologie di CBDC identificano una nuova forma di moneta, ma il loro impatto sul sistema monetario è molto diverso: le CBDC *retail*, infatti, si pongono in competizione soprattutto con la moneta bancaria, che è la forma di moneta largamente predominante a livello internazionale, come strumento di pagamento più efficiente e sicuro (v. *infra* § 2); le CBDC *wholesale*, invece, sembrano piuttosto rappresentare un’evoluzione delle riserve delle Banche centrali, un tipo di moneta già emessa in forma scritturale e utilizzata unicamente per i pagamenti interbancari (sul punto v. *infra* nota 42).

<sup>40</sup> I fenomeni monetari e le forme di moneta sono di non univoca classificazione e definizione, soprattutto con riferimento alle forme di moneta diverse dal denaro contante, dalle riserve delle Banche centrali e della moneta bancaria, rispetto alle quali sussiste uniformità di vedute. Ai fini della presente ricerca, ci si avvale della classificazione proposta in particolare da J. HUBER, *The Monetary Turning Point: From Bank Money to Central Bank Digital Currency (CBDC)*, Berlino, 2023, che include le forme di moneta diverse da quelle citate entro la categoria dei “surrogati monetari”.

<sup>41</sup> Il denaro contante è una forma di moneta emessa in forma fisica dalla Banca centrale. Non è redimibile, non è tracciabile ed è utilizzabile per le transazioni tra privati *peer-to-peer*.

costituite presso le Banche centrali<sup>42</sup>; (iii) la moneta bancaria<sup>43</sup>, che è la forma di moneta largamente dominante nel sistema monetario contemporaneo, pari a circa l'85-98% del totale nei paesi ad economia avanzata<sup>44</sup>; e (iv) i cosiddetti “surrogati monetari”<sup>45</sup>, che includono la moneta elettronica (*e-money*)<sup>46</sup>, i fondi del mercato monetario (*money market fund shares*)<sup>47</sup> e le *stablecoin*<sup>48</sup>. Più nello specifico, le CBDC possono essere classificate come una forma di moneta “pubblica” e “digitale”: si tratta, infatti, da un lato, di moneta creata direttamente dalla Banca centrale (e quindi di moneta “pubblica”, come il denaro contante e le riserve delle Banche centrali, e non “privata”, come la moneta bancaria e i surrogati monetari)<sup>49</sup>, dall'altro lato, di moneta

---

<sup>42</sup> Le riserve sono una forma di moneta scritturale emessa dalla Banca centrale solamente nei confronti delle banche commerciali. Non è redimibile, è tracciabile ed è utilizzabile esclusivamente le transazioni interbancarie.

<sup>43</sup> La moneta bancaria è una forma di moneta scritturale emessa dalle banche commerciali ogni volta che queste concedono nuovi prestiti. La moneta bancaria è redimibile in denaro contante entro i limiti propri di ciascuna giurisdizione, è tracciabile, ed è utilizzabile per qualsivoglia transazione, ad eccezione di quelle interbancarie, ma non in modalità peer-to-peer. La moneta bancaria sottende un rapporto di credito tra il titolare del deposito e la banca depositaria, che ha l'obbligo di convertire la moneta bancaria in moneta contante a richiesta ed eseguire le transazioni di pagamento disposte dal titolare attingendo ai suoi fondi. La moneta bancaria, inoltre, può essere suddivisa in due categorie: quella risultante da depositi di risparmio e quella risultante da nuovi prestiti concessi dalla banca.

<sup>44</sup> J. HUBER, *op.cit.*, in specie 35.

<sup>45</sup> V. *supra* nota 40. Tale categoria comprende quei mezzi di pagamento che sono emessi in rapporto 1:1 rispetto alla moneta bancaria.

<sup>46</sup> La moneta elettronica è una forma di moneta scritturale che viene emessa da emittenti privati e utilizzata come mezzo di pagamento all'interno di determinati circuiti di pagamento, per poi essere convertita a richiesta in ammontare equivalente di moneta bancaria.

<sup>47</sup> I fondi del mercato monetario sono fondi comuni di investimento altamente sicuri e liquidi, di regola composti da titoli di stato con scadenza inferiore a 12 mesi, le cui partecipazioni possono essere utilizzate come mezzo di pagamento in rapporto 1:1 con la moneta bancaria per transazioni finanziarie.

<sup>48</sup> Le *stablecoin* sono una forma di moneta digitale emessa da emittenti privati che si impegnano a mantenere il cambio di circa 1:1 in rapporto a una determinata valuta fiat ovvero ad un determinato paniere di valute.

<sup>49</sup> Nel sistema monetario contemporaneo, solo le riserve delle Banche centrali e il denaro contante sono forme di moneta “pubblica”, nel senso di moneta creata e controllata da una pubblica autorità, mentre la moneta bancaria e i surrogati monetari hanno natura di moneta “privata”, essendo create da banche commerciali e altri

emessa attraverso tecnologie basate su registri distribuiti, in forma di scritture su di essi annotate (e quindi di moneta propriamente “digitale”, diversa dalla moneta “elettronica” o “scritturale”)<sup>50</sup>.

Per comprendere le caratteristiche intrinseche delle CBDC, occorre dapprima specificare l’innovazione sottesa all’utilizzo di DLT o *blockchain* in ambito monetario<sup>51</sup>. Queste ultime consentono di istituire un sistema di pagamento decentralizzato in grado di tenere perenne e immutabile traccia di tutte le transazioni, ma senza l’ausilio di terze parte fiduciarie<sup>52</sup>. Per funzionare, infatti, un sistema di pagamento basato su registri distribuiti non richiede intermediari persone fisiche o giuridiche, né il controllo di una pubblica autorità, bensì una rete di nodi ovvero di computer connessi a internet che effettuano e validano transazioni in base alle specifiche del codice informatico alla base del funzionamento stesso del registro<sup>53</sup>. Applicando tale tecnologia alla moneta, quindi, Stati e Banche centrali possono creare un sistema di pagamento tramite cui immettere nel circuito economico nuova moneta in forma digitale, avvalendosi di algoritmi eseguiti automaticamente dai nodi della rete per validarne le relative transazioni, ma potendone controllare direttamente e pienamente le dinamiche di creazione, distribuzione e spendita entro il circuito economico. Si profila, quindi,

---

emittenti. Cfr. al riguardo BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Central bank digital currencies – Executive Summary*, cit., nonché, per un’analisi giuridica delle CBDC come nuova forma di moneta pubblica, C.P. SKINNER, *Central Bank Digital Currency as New Public Money*, in *Univ. Pa. Law Rev.*, 2023, 172.

<sup>50</sup> Come riportato *supra* nota 24, con il termine “moneta digitale” si indicano in questa sede solo quelle forme di moneta che esistono in forma di scritture annotate su registri distribuiti e che vengono scambiate grazie a tecnologie basate su registri distribuiti.

<sup>51</sup> Per uno studio di tale innovazione con riferimento ai profili di diritto pubblico e privato delle criptovalute cfr. D. FOX, S. GREEN (a cura di) *Cryptocurrencies in Public and Private Law*, Oxford, 2019.

<sup>52</sup> Proprio questa è stata l’importantissima innovazione apportata dal protocollo Bitcoin, la prima rete *blockchain* al Mondo, che ha istituito un sistema di pagamenti decentralizzato che utilizza la criptovaluta nativa come mezzo di pagamento e unità di conto. Cfr. S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008, in particolare p. 1, secondo cui il protocollo è definito come “*electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust, allowing any two willing parties to transact directly with each other without the need for a trusted third party*”.

<sup>53</sup> Ovvero del relativo algoritmo di consenso. Cfr. ISO 22739:2020 “*Blockchain and distributed ledger technologies – Vocabulary*”, cit.

una nuova, inedita fase del processo di digitalizzazione della moneta, consistente nel passaggio da un'infrastruttura tecnologica basata su registri centralizzati ad una basata su registri distribuiti.

La particolarità del *medium* tecnologico conferisce alle CBDC precise caratteristiche “strutturali”, che le distinguono da tutte le altre forme di moneta<sup>54</sup>. In primo luogo, le CBDC, quali *token* digitali esistenti in forma di scritture annotate su registri distribuiti, sono suscettibili di proprietà privata in via diretta e immediata tramite *wallet*<sup>55</sup>. Trattasi, quest'ultimo, di un programma informatico che, sfruttando la crittografia asimmetrica alla base del funzionamento dei registri distribuiti, conferisce al titolare di una coppia di chiavi (pubblica e privata) il potere di accedere e modificare direttamente lo stato del registro, eseguendo transazioni che hanno ad oggetto le monete (o altri *asset*) digitali che risultano annotate presso l'indirizzo pubblicamente visibile (la chiave pubblica) di cui il titolare detiene (in

---

<sup>54</sup> Sono numerosi i tentativi di identificare le caratteristiche fondamentali delle CBDC (sul punto, cfr., tra gli altri: B. CŒURÉ, J. LOH, *Central Bank Digital Currencies*, Technical Report, Bank for International Settlements, Basilea, 2018; T. ADRAIN, T. MANCINI GRIFFOLI, *The Rise of Digital Money*, Technical Report, International Monetary Fund, Washington, 2019; C. VIÑUELA, J. SAPENA, G. WANDOSELL, G., *The Future of Money and the Central Bank Digital Currency Dilemma*, in *Sustainability*, 2020, 12, 22). Nel presente studio, si è cercato di identificare le caratteristiche di natura “strutturale” delle CBDC, da intendersi, con una duplice eccezione, quali caratteristiche che scaturiscono dalle specifiche tecnico-informatiche dei “*token*” digitali creati attraverso la tecnologia dei registri distribuiti (e che pertanto riguardano la *struttura* tecnologica delle CBDC), ma che assumono particolare rilevanza, sul piano politico-economico e giuridico, per la sostanziale innovazione che esse abilitano, entro il sistema monetario, rispetto alle altre forme di moneta (e che pertanto riguardano la *struttura* dei fenomeni monetari). Le caratteristiche “strutturali” così identificate, che sono peraltro comuni a tutte le monete digitali, incluse le criptovalute, sono: (i) la suscettibilità di proprietà privata tramite *wallet*; (ii) la formazione di un rapporto giuridico diretto e disintermediato tra titolare ed emittente, che, nel caso delle CBDC, importa la configurazione di queste ultime come *direct liability* della Banca centrale emittente; (iii) la possibilità dell'emittente di controllare l'offerta e la distribuzione di moneta in maniera disintermediata; (iv) la possibilità dell'emittente di programmarne le condizioni di spesa tramite codice informatico.

<sup>55</sup> Ciò non esclude che le CBDC possano comunque essere detenute presso terzi o che la loro distribuzione avvenga attraverso intermediari fiduciari (così, infatti, avverrà per l'Euro Digitale – cfr. al riguardo *supra* nota 30).

via esclusiva) la chiave privata<sup>56</sup>. Da ciò consegue che, nativamente<sup>57</sup>, il rapporto tra titolare e *token* crittografici assume una connotazione di natura reale, e non obbligatoria, in quanto il possessore (e solo il possessore) della chiave privata, potendo disporre di essi in maniera diretta e disintermediata, esercita, di fatto, sui medesimi un dominio pieno ed esclusivo. Proprio per tale ragione, le CBDC sono comunemente interpretate come “*digital cash*”. In ciò, le CBDC sono del tutto analoghe alle criptovalute, ma si differenziano nettamente dalla moneta bancaria – che, com’è noto, ha natura di credito<sup>58</sup> – i cui atti di disposizione necessitano della cooperazione di specifiche controparti fiduciarie, in primo luogo la banca depositaria, per essere concretamente eseguiti.

Dalla natura reale della moneta digitale deriva la seconda fondamentale caratteristica delle monete digitali emesse da Banche centrali: l’assenza di rischio di credito. Le CBDC, infatti, potendo essere emesse e distribuite dalla Banca centrale direttamente a soggetti privati e da questi utilizzate come mezzo di pagamento, si configurano giuridicamente come una diretta *liability* della Banca centrale emittente, al pari del denaro contante e delle riserve delle Banche centrali: di conseguenza, si iscrivono al passivo nel bilancio dell’emittente, non sono ulteriormente redimibili e sono esenti da rischio di credito, essendo garantite direttamente dalla Banca centrale. Appare, pertanto, evidente la sostanziale differenza con la moneta bancaria, la quale, oltre ad essere creata privatamente, rappresenta una

---

<sup>56</sup> Il riferimento ai *wallet* su *blockchain* come “portafogli” di monete o altri *asset* digitali è una semplificazione; più correttamente, essi sono “portachiavi”, in quanto consentono di detenere le chiavi di accesso agli indirizzi *blockchain* e di utilizzarle per trasmettere alla rete di nodi una transazione da validare, previa verifica delle condizioni di spesa, all’esito della quale viene direttamente modificato lo stato del registro.

<sup>57</sup> Ciò non esclude che, anche con riferimento alle CBDC, la medesima tecnologia possa essere utilizzata per creare *token* crittografici che non rappresentano direttamente degli oggetti digitali, suscettibili di proprietà privata, ma titoli di legittimazione per l’esercizio di specifici diritti entro un determinato rapporto obbligatorio.

<sup>58</sup> Nell’ordinamento giuridico italiano, la trasformazione della proprietà del denaro contante depositato in credito verso la banca depositaria è espressamente prevista all’art. 1834 cc.



*liability* della singola banca verso il relativo creditore, redimibile in denaro contante e garantita dallo Stato sino a un certo ammontare<sup>59</sup>.

Infine, la tecnologia sottostante conferisce alle CBDC due ulteriori caratteristiche: la possibilità dell'emittente di governare direttamente i processi di creazione e distribuzione di moneta, bypassando potenzialmente ogni intermediario<sup>60</sup>; nonché la possibilità di programmarne le condizioni di circolazione e di spesa tramite appositi programmi informatici (*smart contract*)<sup>61</sup>. Tale ultima caratteristica ha portata decisamente rivoluzionaria nel medio-lungo periodo, in quanto consente un sostanziale rinnovamento negli strumenti di politica monetaria, i cui esiti sono, ad oggi, assai difficili da immaginare.

Rispetto alle altre forme di moneta, l'innovazione delle CBDC si colloca *prima facie* sul piano dell'efficienza di detto mezzo di pagamento, e quindi della velocità e certezza delle transazioni, dal momento che, grazie alla tecnologia, i momenti di esecuzione, *clearing* e *settlement* di una transazione avvengono simultaneamente quando essa viene validata e annotata sul registro<sup>62</sup>. Proprio come la *datio* di denaro contante, ma tracciabile, a costi decisamente trascurabili e con assai minor consumo energetico. Il contestuale procedimento di esecuzione, *clearing* e *settlement*, per di più, non richiede intermediari fiduciari. Inoltre, detto mezzo di pagamento è massimamente sicuro, non comportando rischio di credito, e può essere utilizzato per compiere operazioni nel contesto della *token economy* e dell'*internet-of-value*,

---

<sup>59</sup> Nell'Unione Europea, ad esempio, ai sensi dell'art. 6, comma 1, Direttiva UE 2014/49, "Gli Stati membri assicurano che il livello di copertura del totale dei depositi di ciascun depositante sia di 100 000 EUR in caso di indisponibilità".

<sup>60</sup> La possibilità tecnica di bypassare gli intermediari fiduciari nella *governance* della moneta va tenuta distinta dall'opportunità politica di procedere in tale direzione rispetto a rilevanti considerazioni di sicurezza, efficienza, *privacy*, giustizia e stabilità dei pagamenti. Tuttavia, la prospettiva di disintermediazione impone in ogni caso di ripensare al ruolo dell'intermediazione bancaria nella *governance* della moneta.

<sup>61</sup> In generale, gli *smart contract* sono programmi informatici che leggono e scrivono automaticamente dati su registri distribuiti in base alle specifiche regole ivi codificate. Cfr. ISO 22739:2020, cit.

<sup>62</sup> Nel sistema monetario contemporaneo, invece, i momenti di esecuzione, *clearing* e *settlement* delle transazioni che utilizzano moneta bancaria avvengono in fase distinte e comportano un notevole sforzo istituzionale per verificare la correttezza delle transazioni e prevenire il *double spending* della moneta.

come la compravendita di *asset* digitali e l'utilizzo di applicazioni e servizi finanziari decentralizzati<sup>63</sup>.

Le citate ragioni, che derivano dalle prime due caratteristiche della moneta digitale sopra evidenziate, sono sufficienti per giustificare l'opportunità, se non la necessità, di riforme monetarie basate sull'introduzione di CBDC nel contesto di un'economia mondiale sempre più digitalizzata e spiegano il notevole e crescente interesse istituzionale suscitato in tutto il Mondo<sup>64</sup>. Le medesime ragioni, inoltre, inducono a ritenere che le CBDC si porranno in diretta concorrenza con la moneta bancaria come mezzo di pagamento più sicuro ed efficiente, potendo emergere da tale competizione come nuova "moneta dominante"<sup>65</sup> entro il sistema monetario internazionale, nonché quale elemento portante dell'infrastruttura tecnologico-finanziaria del

---

<sup>63</sup> Peraltro, tale aspetto delle CBDC pone significativi interrogativi di diritto monetario interno, relativi al potere delle Banche centrali, sulla base dei propri rispettivi mandati, di emettere tale forma di moneta. In particolare, secondo lo studio condotto dallo Staff del Fondo Monetario Internazionale (cfr. W. BOSSU, M. ITATANI, C. MARGULIS, A. ROSSI, H. WEENINK, A. YOSHINAGA, *Legal aspects of central bank digital currency: Central bank and monetary law considerations*, IMF Working Paper No. 20/254, 2020) occorre esaminare il mandato di ciascuna Banca centrale alla luce del rispettivo diritto costituzionale e verificare, ad esempio: se una Banca centrale è legittimata ad emettere moneta in forma diversa da monete metalliche e banconote; se può aumentare le proprie *liabilities* tramite l'emissione di una nuova forma di moneta; se può creare un sistema di pagamenti aperto al pubblico; se può attribuire lo *status* di "legal tender" alla moneta digitale.

<sup>64</sup> È opinione comune che, nella prospettiva statuale, la principale ragione a favore dell'introduzione delle CBDC risiede nell'esigenza di rafforzare ovvero preservare la sovranità monetaria a fronte dei pericoli posti dalla sempre crescente innovazione e digitalizzazione dell'economia, segnatamente a fronte dei rischi di sostituzione monetaria della valuta nazionale, sia verso monete digitali private (come ad esempio *global stablecoin* il cui valore è garantito da un paniere di valute, metalli preziosi e/o altri *asset*), sia verso CBDC straniere, per ragioni legate alla maggior efficienza e sicurezza di queste ultime come mezzo di pagamento e riserva di valore nello scenario internazionale. Sul punto, cfr. su tutti, S. BROOKS, *Working paper. Revisiting the monetary sovereignty rationale for CBDCs*, Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2021-17, 2021, e la bibliografia ivi richiamata.

<sup>65</sup> Il concetto di "moneta dominante" e la diretta concorrenza tra CBDC e moneta bancaria come mezzo di pagamento sono precisamente illustrati in J. HUBER, *op.cit.*, 33 ss.

futuro<sup>66</sup>. Oltre a ciò, si sostiene che le CBDC potrebbero apportare significativi benefici anche in termini di implementazione e trasmissione della politica monetaria, mantenimento della stabilità finanziaria, inclusione finanziaria e contrasto alle attività criminali<sup>67</sup>.

Tuttavia, nel quadro del sistema monetario contemporaneo, la caratteristica più dirompente delle CBDC è senza dubbio la terza sopra richiamata, vale a dire la disintermediazione nell'offerta e nella circolazione della moneta, in quanto rende l'intermediazione bancaria un momento non più necessario, ma del tutto eventuale, quanto meno sotto il profilo tecnologico, nella *governance* della moneta digitale e dei relativi sistemi di pagamento. Ciò apre inediti scenari di riforma di sistema, sia sul piano interno, sia sul piano internazionale, nel quadro di un sistema globale in cui i processi di creazione, distribuzione e spendita delle valute nazionali sono ad oggi necessariamente intermediati dal sistema bancario<sup>68</sup>. Viene così a prospettarsi, sul piano interno, una situazione di maggior controllo pubblico e di disintermediazione dei fenomeni monetari e, quindi, di potenziale rafforzamento della sovranità monetaria degli Stati nei confronti del sistema bancario e finanziario complessivamente considerato; tale maggior controllo, tuttavia, dovrà essere opportunamente bilanciato, sul piano giuridico, con i principi costituzionali propri di ciascuna giurisdizione in materia di separazione dei poteri, *rule-of-law* e tutela

---

<sup>66</sup> Cfr. al riguardo BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *Annual Economic Report*, Basilea, 2022, Capitolo III e ID., *Annual Economic Report*, Basilea, 2023, Capitolo III.

<sup>67</sup> Cfr. tra gli altri: W. ENGERT, F. BEN SIU-CHEONG, *Central Bank Digital Currency: Motivations and Implications*, *Bank of Canada Staff Discussion Paper No. 2017-16*, 2017; 125; B. CŒURÉ, J. LOH, *op.cit.*; R. AUER, J. FROST, L. GAMBACORTA, C. MONNET, T. RICE, H. SONG SHIN, *Central Bank Digital Currencies: Motives, Economic Implications, and the Research Frontier*, *BIS Working Papers No. 976*, 2021; M. BRUNNERMEIER, H. JAMES, J.P. LANDAU, *The Digitalization of Money*, *BIS Working Papers No. 941*, 2021; M. LLOYD, *The Future of Money: Central Bank Digital Currencies*, in *Atl. Econ. J.*, 2022, 50; D. NIEPELT (a cura di), *Central bank digital currency considerations, projects, outlook*, Londra, 2021; I. AGUR, A. ARI, G. DELL'ARICCIA, *Designing central bank digital currencies*, in *J. Mon. Econ.*, 2022.

<sup>68</sup> Nel sistema contemporaneo, che si basa tecnologicamente su registri centralizzati, l'intermediazione bancaria è un momento necessario sia per quanto riguarda la creazione e distribuzione della moneta (denaro contante e moneta bancaria), sia per quanto riguarda la sua circolazione (in tal caso di moneta bancaria e, di riflesso, le altre forme surrogate di moneta) entro il sistema economico e sociale.

dei diritti fondamentali, nonché, sul piano economico, con l'esigenza di assicurare in ogni caso la stabilità e la tenuta del sistema<sup>69</sup>. Sotto quest'ultimo profilo, particolare attenzione è stata dedicata, in letteratura, all'impatto potenzialmente distruttivo che avrebbero le CBDC *retail* in termini di stabilità finanziaria, per il pericolo di una generalizzata *bank run* di cittadini che, a tutela dei propri risparmi, si affrettarebbero a convertire i depositi bancari, che comportano il rischio della controparte creditizia, in CBDC detenute in via immediata e diretta e garantite direttamente dalla pubblica autorità<sup>70</sup>. Tale scenario impone di valutare attentamente le implicazioni giuridico-economiche delle CBDC e i possibili effetti destabilizzanti sull'intero sistema creditizio nazionale e globale, evidenziando l'opportunità di coinvolgere in ogni caso il sistema bancario nella *governance* della moneta digitale, eventualmente ripensando al ruolo delle banche entro l'ordinamento monetario. Sul piano internazionale, invece, la prospettiva di disintermediazione e ri-centralizzazione nello Stato, tramite la Banca centrale, del potere di governo della moneta porta con sé il rischio di frammentazione dell'ordinamento monetario e di crescente competizione tra valute e aree valutarie, con possibili ripercussioni negative per la stabilità monetaria e finanziaria globale<sup>71</sup>. Sul punto, sarà fondamentale l'attività di coordinamento e cooperazione delle Istituzioni finanziarie internazionali, segnatamente il Fondo Monetario Internazionale e la Banca per i Regolamenti Internazionali<sup>72</sup>.

---

<sup>69</sup> È ampiamente noto che, nel contesto della globalizzazione finanziaria, la centralità del sistema bancario e la crescente rilevanza di quello finanziario nella creazione di nuova moneta "eroda" la sovranità statale in ambito monetario, in quanto implica, per la Banca centrale, una minore capacità di controllo dell'offerta di moneta e di trasmissione della politica monetaria. Sul punto v. *infra* § 3.

<sup>70</sup> Tale problematica di stabilità è alla base del dibattito se le CBDC devono generare interessi da deposito o avere interesse nullo o addirittura negativo. Cfr. sul punto la bibliografia citata *infra* nota 76.

<sup>71</sup> Il rischio di frammentazione dell'ordinamento e di competizione tra CBDC e aree valutarie si intravede soprattutto con riferimento al ruolo strategico che le CBDC possono giocare a favore delle potenze emergenti, come la Cina o i Brics, come strumento per contrastare l'egemonia del Dollaro americano. Sul punto, peraltro, anche l'Unione Europea considera l'Euro Digitale uno strumento utile per rafforzare il ruolo internazionale della propria valuta e l'autonomia strategica dell'Unione (cfr. sul punto *supra* nota 30).

<sup>72</sup> Sul punto cfr. *supra* nota 32.

Nello scenario sopra descritto, giova, infine, ribadire che la possibilità di controllare direttamente l’offerta di moneta, unita alla capacità di programmarne le condizioni di creazione, distribuzione e spendita tramite codice informatico, spalanca le porte ad una reale innovazione nelle forme, negli strumenti e nelle finalità della politica monetaria. A mero titolo esemplificativo, la caratteristica di programmabilità della moneta digitale potrebbe consentire alla Banca centrale di immettere nel circuito economico delle “*special-purpose*” CBDC, vale a dire delle monete digitali in cui sono codificate delle specifiche condizioni di spesa, per finalità di consumo, di investimento ovvero di prestito, aventi ad oggetto limiti temporali o quantitativi al suo utilizzo, vincoli di destinazione e altre più complesse condizioni, allo scopo di realizzare determinati obiettivi di politica economica, ad esempio in materia di cambiamento climatico e Sviluppo sostenibile. Tale possibilità, peraltro, viene in rilievo proprio mentre assume sempre maggiore spessore, nel contesto internazionale, il dibattito sul c.d. “*green central banking*”, avente ad oggetto le politiche monetarie “*green*” e, più in generale, il ruolo delle Banche centrali nel contesto della transizione climatica<sup>73</sup>. Il *green central banking*, infatti, sottende

---

<sup>73</sup> Cfr. S. DIKAU, U. VOLZ, *Central Banking, Climate Change and Green Finance*, ADBI Working Paper Series No. 867, 2018; E. FLAHERTI, *Green Central Banking: Options for the ECB on Climate Change*, The Institute of International and European Affairs, Dublino, 2020; A. DOMBRET, P. S. KENADJIAN, (a cura di), *Green Banking and green central banking*, Berlino-Boston, 2021; K. ALEXANDER, P. FISHER, *Central Banking and Climate Change*, in P. FISHER (a cura di), *Making the Financial System Sustainable*, Cambridge, 2021; J. VESTERGAARD, *Monetary Policy for the Climate? A Money View Perspective on Green Central Banking*, Institute for New Economic Thinking Working Paper Series No. 188, 2022; H. MARTIN, S. STEFANO, *Green central banking*, European Parliamentary Research Service, Bruxelles, 2022; U. VOLLMER, *Central Bank Policies and Climate Change. Where Do We Stand?*, in *Credit Cap. Mark.*, 2022, 55, III; D. RAMOS MUNOZ, A. CABRALES, A. SANCHEZ, *Central Banks and Climate Change. Fit, Opportunity and Suitability in the Law and Beyond*, EBI Working Paper Series No. 119, 2022; O. F. TEKDOGAN, *Green Central Banking: A New Role for the Central Banks in the Financial System*, in *J. Centr. Bank, Law Inst.*, 2023, 2, II; F. GALETIĆ, M. IVANOV, *Developing Green Central Banking in the European Union*, Proceedings of FEB Zagreb International Odyssey Conference on Economics and Business, Zagabria, 2023, 5, I; M. DI LEO, *Climate policy at the Bank of England: the possibilities and limits of green central banking*, in *Clim. Policy*, 2023, 23, VI; S. SHIRAI, *Global Climate Challenges, Innovative Finance, and Green Central Banking*, ADBI Institute, Tokyo, 2023; S. SHIRAI, *Green Central Banking*

un ripensamento critico in merito al rapporto esistente tra moneta e sostenibilità, nonché tra politica monetaria e politica economica, inducendo a discutere sull'opportunità di allineare le politiche monetarie agli obiettivi della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile e di includere tali obiettivi entro il mandato delle Banche centrali, e comunque entro il sistema di governo della moneta<sup>74</sup>.

La letteratura di merito<sup>75</sup> e i numerosi *report* istituzionali<sup>76</sup> in materia di CBDC si sono diffusamente soffermati sulle opportunità e i rischi delle CBDC, soprattutto con riferimento ai temi della stabilità finanziaria, della trasmissione e degli strumenti di politica monetaria, della *privacy*, dell'efficienza e della sicurezza dei pagamenti, anche a livello transfrontaliero, e dell'inclusione finanziaria<sup>77</sup>, interrogandosi, altresì, sulle possibili scelte di *design* dal punto di vista tecnologico, giuridico e politico-economico<sup>78</sup>. Di contro, nessuna considerazione è

---

*and Regulation to Foster Sustainable Finance, ADBI Working Paper Series No. 1361, 2023.*

<sup>74</sup> Per uno studio giuridico sul tema evidenziato con riferimento all'Unione Economica e Monetaria, cfr., in particolare, M. IOANNIDIS, C. ZILIOLI, *Climate change and the mandate of the ECB: Potential and limits of monetary contribution to European green policies*, in *Common Mark. Law Rev.*, 2022, 59, II. Il tema presenta punti di contatto significativi con quello in esame; tuttavia, la prospettiva di ricerca offerta riguarda non tanto l'inserimento degli obiettivi della transizione climatica (e dello Sviluppo sostenibile) nel mandato delle Banche centrali per l'adozione di politiche monetarie a ciò finalizzate, quanto piuttosto l'inserimento dei medesimi come obiettivi di riforma dell'intero sistema monetario basate su CBDC.

<sup>75</sup> Per una panoramica della letteratura in materia, cfr. P.K. OZILI, *Central bank digital currency research around the world: a review of literature*, in *Journal of Money Laundering Control*, 2023, 26, II.

<sup>76</sup> Cfr., tra gli altri, i *report* della BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI: *Central Bank Digital Currencies*, Ginevra, 2018; *Central Bank Digital Currencies: Foundational Principles and Core Features*, Ginevra, 2020; *Gaining momentum – Results of the 2021 BIS survey on central bank digital currencies*, Ginevra, 2022; della BANCA MONDIALE: *Central Bank Digital Currency. Background Technical Note*, Washington, 2020; *Central Bank Digital Currency: A Payments Perspective*, Washington, 2021; del FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *IMF Approach to Central Bank Digital Currency Capacity Development*, Washington, 2023; e delle varie Banche centrali.

<sup>77</sup> Il tema dell'inclusione finanziaria riguarda essenzialmente la possibilità offerta dalle CBDC di distribuire moneta anche verso soggetti che non hanno accesso ai servizi bancari.

<sup>78</sup> Per una panoramica sulle possibili configurazioni delle CBDC, cfr. tra gli altri FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE, *A Guide to Central Bank Digital Currency*

stata sinora spesa in merito il rapporto attuale e potenziale tra moneta e sostenibilità, e quindi alla possibile inclusione degli obiettivi di Sviluppo sostenibile entro riforme dell'ordinamento monetario basate sulla moneta digitale. Ciò è dovuto al fatto che gli studiosi delle CBDC, in piena adesione alle teorie monetarie di scuola neoclassica, considerano queste ultime solamente come un assai innovativo *mezzo di pagamento* – più efficiente e sicuro di quelli esistenti, ma dall'impatto profondamente trasformativo sul sistema – senza tenere conto di un altro fondamentale aspetto della moneta: la sua *capacità di creare valore* all'interno della società.

Infatti, secondo le teorie monetarie neoclassiche, che informano il sistema monetario contemporaneo e l'assetto della sua *governance* a livello internazionale<sup>79</sup>, la moneta è intesa come un mero mezzo di pagamento, politicamente “neutrale” ed “esogeno” rispetto al sistema economico, che serve a facilitare lo scambio di beni e servizi, ma che non incide direttamente sui processi di creazione del valore, i quali sono, invece, definiti dal funzionamento del sistema economico-finanziario nel suo complesso, ovvero dall'allocazione delle risorse disponibili risultante dall'attività e dalle scelte degli attori politici e delle forze del mercato. Di conseguenza, l'amministrazione della moneta deve essere condotta in maniera indipendente dalle Banche centrali, secondo i dettami di una politica monetaria dal carattere eminentemente tecnico e tecnocratico e principalmente volta alla conservazione del relativo potere d'acquisto ovvero al mantenimento della stabilità dei prezzi (e della stabilità finanziaria). Essa, inoltre, deve essere tenuta distinta dalla politica economica, e quindi dalle politiche climatiche, ambientali ed economico-sociali, di competenza dello Stato e degli altri soggetti politici.

---

*Product Development*, cit. e C. BILGEN, M. DUTTO, *Three-Level CBDC Design Framework: A Systematic Literature Review on Design Elements*, Conference Paper, 2023.

<sup>79</sup> Il sistema monetario internazionale, che si fonda, come detto, sul principio di sovranità monetaria e sulla cooperazione internazionale in ambito monetario (cfr. *supra* nota 37), risulta ad oggi informato dalle teorie neoclassiche della moneta, secondo cui quest'ultima, concepita come mezzo di pagamento politicamente neutrale, deve essere amministrata da una Banca centrale indipendente con l'obiettivo prioritario di mantenerne stabile il valore d'acquisto nel tempo, tanto sul mercato interno, quanto sui mercati internazionali.

Questa impostazione non è oggetto di ripensamenti nel quadro del dibattito sulle CBDC. Eppure, come dimostrato da una molteplicità di scienziati sociali<sup>80</sup>, la moneta non è mai politicamente neutrale. Anzi, è sempre intrinsecamente portatrice di una sua propria politica economica, prima ancora che monetaria, risultante dall'assetto della sua *governance* ovvero dai processi di creazione, distribuzione e spendita che la caratterizzano e che informano i meccanismi di creazione del valore entro l'economia e la società<sup>81</sup>. Nella prospettiva di riforme monetarie basate sull'introduzione di CBDC, pertanto, risulta più che mai opportuno approfondire la contestazione accademica circa l'asserita neutralità politica della moneta, sostenuta dalle teorie economiche neoclassiche, e ricostruire la politica economica che sta alla base dell'ordinamento monetario contemporaneo, al fine di poterla valutare rispetto agli obiettivi internazionali della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile, nonché alla luce dei principi costituzionali propri di ciascuna giurisdizione.

### 3. *Non neutralità e politica economica della moneta.*

Il dibattito sulla natura della moneta è molto complesso e articolato ed è storicamente caratterizzato da ricostruzioni teoriche profondamente diverse, riflesso del cambiamento dei tempi e della continua evoluzione dei fenomeni monetari nel corso dei secoli<sup>82</sup>. Ai fini del presente studio, non è necessario addentrarci in tale dibattito, essendo sufficiente evidenziare le ragioni per cui le teorie monetarie neoclassiche e dominanti, che considerano la moneta uno strumento di

---

<sup>80</sup> Sul punto v. *infra* § 3, nello specifico note da 90 a 93.

<sup>81</sup> Per una recente discussione, in chiave giuridica, sui processi di creazione del valore entro il sistema economico e monetario contemporaneo cfr. I. FEICHTNER, G. GORDON (a cura di) *Constitutions of Value: Law, Governance, and Political Ecology*, Londra, 2023.

<sup>82</sup> Per una ricostruzione delle teorie della moneta in prospettiva storica, cfr. tra gli altri G. INGHAM, *Money: Interdisciplinary Perspectives from Economics, Sociology and Political Science*, Cheltenham, 2005; C. DESAN, *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, Oxford, 2014; D. FOX, W. ERNST, (a cura di) *Money in the Western Legal Tradition. Middle Ages to Bretton Woods*, Oxford, 2016; B. MAURER, *A Cultural History of Money*, London-New York, 2019; S. EICH, *The Currency of Politics: The Political Theory of Money from Aristotle to Keynes*, Princeton, 2022.



pagamento *di per sé* politicamente neutrale, siano intrinsecamente ideologiche e scientificamente fallaci<sup>83</sup>.

La moneta, infatti, è anzitutto un *fenomeno sociale*, una convenzione o istituzione sociale tra Stato e mercato che ha ad oggetto l'utilizzo di un *medium* come mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore, laddove il valore deriva non soltanto dal suo corso forzoso, ma anche dalla sua accettazione entro il sistema economico e la società come unità di misura nello scambio di beni e servizi e deposito di ricchezza<sup>84</sup>. Nella prospettiva del diritto, la moneta è un'istituzione giuridica, la cui *governance* è centrale per il diritto pubblico e l'organizzazione dello Stato e assume rilevanza costituzionale<sup>85</sup>. Ancorché sia particolarmente difficile rinvenire nelle costituzioni nazionali un'espressa e analitica disciplina della moneta, essa è legittimata e regolata secondo principi e norme giuridiche, tra cui rilevano, *in primis*, il diffusissimo principio di indipendenza delle Banche centrali nel regolare l'offerta di moneta attraverso il monopolio della politica monetaria e al fine principale di mantenere la stabilità dei prezzi, nonché la legge nazionale che ne impone il corso forzoso. Nel sistema contemporaneo, la moneta è amministrata in forma ibrida da soggetti pubblici e privati, tipicamente

---

<sup>83</sup> La fallacia consiste nell'attribuire alla concezione "neutrale" della moneta e alla distinzione fondamentale tra politica monetaria e politica economica che ne sta alla base i caratteri della necessità.

<sup>84</sup> Sulla natura e la rilevanza della moneta come fenomeno sociale cfr., in particolare, in chiave sociologica: G. SIMMEL, *The Philosophy of Money*, Germania, 1900, pubblicato per la prima volta nel 1978; G. INGHAM, *The Nature of Money*, Cambridge, 2004; N. DODD, *The social life of money*, Princeton, 2014; nonché, in chiave socio-economica: M. AGLIETTA, *La monnaie, entre Dette et Souveraineté*, Parigi, 2016; M. AGLIETTA, *Money: 5000 Years of Debt and Power*, Londra, 2018; in chiave interdisciplinare P. ALARY, J. BLANC, L. DESMEDT, B. THERÉT (a cura di), *Institutionalist Theories of Money. An Anthology of the French School*, Londra, 2023.

<sup>85</sup> Cfr. sul punto, in particolare: C. DESAN, *Making Money: Coin, Currency, and the Coming of Capitalism*, cit.; C. DESAN, *Money as a Legal Institution*, in D. FOX, W. ERNST (a cura di), *op.cit.*; I. FEICHTNER, *Public Law's Rationalization of the Legal Architecture of Money: What Might Legal Analysis of Money Become?*, in *Ger. Law J.*, 2016, 17, V; C. Desan, *The Constitutional Approach to Money: Monetary Design and the Production of the Modern World*, in N. BANDELJ, F. WHERRY, V. ZELIZER (a cura di) *Money Talks, Harvard Public Law Working Paper No. 16-05*, 2015; A. Chadwick, *Rethinking the EU'S "Monetary Constitution": legal theories of money, the Euro, and transnational law*, in *European Law Open*, 2022, 1, III; F. LOSADA, *Towards a constitutional theory of money: opening Europe's money up to public discourse*, in *European Law Open*, 2022, 1, IV.

Banche centrali indipendenti, che emettono denaro contante e riserve, e banche commerciali, che emettono moneta bancaria.

Trattandosi di un'istituzione giuridica, di rilievo costituzionale e dotata di un proprio sistema di *governance*, la moneta ha *in re ipsa* un'ineludibile connotazione politico-economica, che si coglie rispetto alle *modalità* e ai *fini* con cui essa viene governata ovvero creata, distribuita e spesa all'interno del sistema economico.

Sotto il primo profilo, concernente le forme della *governance* della moneta e quindi l'allocazione del potere entro l'ordinamento monetario, occorre rilevare come, nei sistemi a riserva frazionaria, la moneta sia principalmente creata privatamente dalle banche commerciali attraverso la concessione di prestiti, *sub specie* di moneta bancaria, e distribuita sotto forma di nuovo debito produttivo di interessi<sup>86</sup>. Evidenze empiriche, peraltro, mostrano come, soprattutto a seguito della crisi finanziaria globale del 2008, la creazione *manu publica* della moneta ad opera delle Banche centrali, in forma di riserve distribuite nel sistema bancario attraverso operazioni di politica monetaria, non inciderebbe più *ex ante* sulla capacità delle banche commerciali di creare nuova moneta in base alle riserve disponibili, ma avrebbe il contrario effetto di compensare *ex post* tale processo creativo, al fine di mantenere la stabilità finanziaria all'interno del sistema<sup>87</sup>. Da ciò deriverebbe una significativa perdita di efficacia della politica monetaria e, conseguentemente, una sostanziale erosione della

---

<sup>86</sup> Occorre al riguardo specificare che la creazione di nuova moneta e la concessione di prestiti sono due momenti che vanno concettualmente distinti, ancorché risultino correlati. La concessione di prestiti, infatti, può avvenire attraverso la creazione di nuova moneta, come avviene fisiologicamente nell'ambito dell'attività creditizia esercitata dal sistema bancario nel suo complesso, oppure attraverso l'utilizzo di moneta già esistente, come in tutti gli altri casi. La concessione di prestiti è, dunque, l'operazione con cui il sistema bancario crea nuova moneta e la immette nel circuito economico, per essere potenzialmente spesa all'infinito. Cfr. sul punto J. HUBER, *op.cit.*

<sup>87</sup> Cfr. tra gli altri J. RYAN-COLLINS, T. GREENHAM, R. WERNER, A. JACKSON, *Where does money come from?*, Londra, 2012; R.A. WERNER, *Can banks individually create money out of nothing? The Theories and empirical evidence*, in *Int. Rev. Financial Anal.*, 2014, 36; J. HUBER, *op.cit.*

sovranità monetaria degli Stati in favore del sistema bancario e finanziario complessivamente considerato<sup>88</sup>.

A prescindere da tali considerazioni di merito in tema di esercizio della sovranità monetaria, ciò che rileva ai fini del presente discorso è che la titolarità in capo alle banche commerciali del potere di creare nuova moneta (bancaria), per poi prestarla ai vari attori economici, Governi inclusi, sulla base di proprie considerazioni imprenditoriali e al fine di lucrare sugli interessi, è un'attribuzione per nulla neutrale dal punto di vista politico-economico, in quanto conferisce ad una specifica classe di soggetti privati un potere economico di natura fondamentale: quello di creare nuova moneta e decidere come spenderla. Sul piano giuridico-formale, infatti, tale potere solleva particolari problematiche di rilievo costituzionale in termini di bilanciamento dei poteri, *rule-of-law* e controllo democratico<sup>89</sup>.

In tale contesto, l'innovazione sottesa alle CBDC, lo si ribadisce, ha una portata propriamente rivoluzionaria: la tecnologia sottostante, infatti, rende non più necessaria l'intermediazione bancaria nella gestione dei sistemi di pagamento in moneta digitale, consentendo, quindi, al settore pubblico di ottenere il pieno controllo dei processi di creazione e distribuzione di moneta (digitale), ridimensionando l'importanza della moneta bancaria all'intero sistema e, con essa, i privilegi del sistema bancario nella creazione e distribuzione della medesima, potendo, altresì, ridefinire il ruolo delle banche come intermediari del credito. Nel ripensare e ridisegnare le forme del governo della moneta digitale, dunque, si sostanzia un vero e proprio discorso di politica economica e di riallocazione del potere monetario, che occorre indirizzare in ogni caso verso la realizzazione di obiettivi e la protezione di interessi costituzionalmente rilevanti.

---

<sup>88</sup> Cfr. in particolare: A.S. PHILLIPS, *Bank-Created Money, Monetary Sovereignty, and the Federal Deficit: Toward a New Paradigm in the Government-Spending Debate*, in *Western New England Law Review*, 2014, 36, III; T. MOE, *Financial Stability and Money Creation. A Review of Morgan Ricks: The Money Problem*, in *Account. Econ. Law: Conviv.*, 2018, 8, II; S. MURAU, J. VAN 'T KLOOSTER, *Rethinking Monetary Sovereignty: The Global Credit Money System and the State*, in *Perspect. Politics*, 2022; G. HORVATH, *Monetary Sovereignty and Central Bank Digital Currency*, in *Public Finance Quarterly, State Audit Office of Hungary*, 2022, 67, IV.

<sup>89</sup> Cfr. sul punto la bibliografia riportata *supra*, nota 85.

Sotto il profilo dei fini del governo della moneta, il discorso è consequenziale a quello appena svolto. Nel sistema attuale, politica monetaria e politica economica sono concettualmente distinte: la prima ha l'obiettivo principale di controllare l'offerta ovvero influenzare la creazione di moneta (bancaria) per mantenere la stabilità dei prezzi e in generale la stabilità del sistema creditizio e del sistema economico-finanziario nel suo complesso; la seconda concerne l'allocazione (statale) delle risorse disponibili tramite la politica fiscale, per orientare l'attività economica verso determinati obiettivi politici. Nella descritta situazione, il privilegio bancario nella creazione di nuova moneta e nella sua distribuzione a debito produttivo di interessi è oggetto di molteplici contestazioni, avanzate da numerosi scienziati sociali, segnatamente economisti eterodosi<sup>90</sup>, economisti ecologici<sup>91</sup>,

---

<sup>90</sup> In tale categoria sono ricompresi gli economisti che contestano la validità delle teorie economiche neoclassiche e dominanti, proponendo alternative che per tale ragione sono definite "eterodosse". Con riferimento all'economia monetaria, la categoria include esponenti post-Keynesiani (cfr. M. SAWYER, (a cura di) *Post-Keynesian Economics*, Cheltenham, 1989; e M. LAVOIE, (a cura di) *Post-Keynesian Economics. New Foundations*, Cheltenham, 2014), della Modern Monetary Theory (cfr. L. RANDALL WRAY, P. ARMSTRONG, S. HOLLAND, C. JACKSON-PRIOR, N. WILSON (a cura di) *Modern Monetary Theory. Key Insights, Leading Thinkers*, Cheltenham, 2023) e della Regulation School (cfr. R. BOYER, *The regulation school. A critical introduction*, New York, 1990).

<sup>91</sup> L'Economia ecologica (*ecological economics*) è un campo di studio interdisciplinare che propone una visione dell'economia come sistema incorporato all'interno del più ampio sistema sociale e dell'ecosistema terrestre, secondo cui gli effetti della produzione su questi ultimi devono considerarsi non come esternalità, bensì come fattori interni al processo economico di creazione del valore (cfr. M. P. VIANNA FRANCO, A. MISSEMER, *A History of Ecological Economic Thought*, Londra, 2022, nonché la rivista *Ecological Economics*; per una panoramica dei diversi approcci di tale approccio all'economia, cfr. C. L. SPASH, *A tale of three paradigms: Realising the revolutionary potential of ecological economics*, *Ecol. Econ.*, 2020, 169). Ricerche più recenti in tale campo mirano a sviluppare una vera e propria teoria ecologica della moneta prendendo spunto da R. DOUTHWAITE, *The Ecology of Money*, Bristol, 2022; B. LIETAER, C. ARNSPERGER, S. BRUNNHUBER, *Money and Sustainability: The Missing Link. A Report from the Club of Rome - EU Chapter to Finance Watch and the World Business Academy*, Charmouth 2022 (cfr. E. ESPAGNE, *Money, Finance and Climate: The Elusive Quest for a Truly Integrated Assessment Model*, in *Comp. Econ. Stud.*, 2018, 60; J. AMENT, *Toward an Ecological Monetary Theory*, in *Sustainability*, 2019, 11, III, p. 923; R. SVARTZMAN, D. DRON, E. ESPAGNE, *From ecological macroeconomics to a theory of endogenous money for a finite planet*, *Ecol. Econ.*, 2019, 162; L. LARUE, *The Ecology of Money: A Critical Assessment*, in

sociologici<sup>92</sup> e giuristi<sup>93</sup>, proprio sotto il profilo dei fini perseguiti da siffatto ordinamento monetario ovvero per le scelte di politica economica, prima ancora che per gli strumenti e i fini della politica monetaria, che essa implicitamente sottende. Tale privilegio, infatti, avrebbe l'effetto di creare scarsità monetaria nel sistema per la realizzazione di obiettivi costituzionalmente rilevanti<sup>94</sup>, determinare l'ineluttabile crescita *ad infinitum* del debito pubblico e privato e il cosiddetto “*growth imperative*”<sup>95</sup>, alimentare la speculazione finanziaria e lo *short-termism*<sup>96</sup>, causare l'inevitabile redistribuzione dei redditi verso l'alto e aumentare di conseguenza le diseguaglianze

---

*Ecol. Econ.*, 2020, 178; S. BRUNNHUBER, *The Real Tragedy of the Commons – Garrett Hardin (1968) Revised*, in *Probl. Ekorozwoju*, 2022, 17, II; F.M. ALVES, R. SANTOS, G. PENHA-LOPES, *Revisiting the Missing Link: An Ecological Theory of Money for a Regenerative Economy*, in *Sustainability*, 2022, 14, VII).

<sup>92</sup> Cfr. tra *ex multis* K. POLANYI, *The Great Transformation: Economic and Political Origins of Our Time*, New York, 1944; P. BOURDIEU, *The Social Structures of the Economy*, Cambridge, 2005; D. GRAEBER, *Debt. The First 5 000 Years*, Brooklyn, 2011; R. SKIDELSK, *Money and Government. The Past and Future of Economics*, New Haven, 2019.

<sup>93</sup> Cfr., oltre alla bibliografia riportata *supra* nota 91: R.C. HOCKETT, S.T. OMAROVA, *The Finance Franchise*, in *Cornell Law Rev.*, 2017, 102; M. RICKS, *The Money Problem: A Rejoinder*, in *Account. Econ. Law: Conviv.*, 2018; K. PISTOR, *The Code of Capital: How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton, 2019; A. RAHMATIAN, *Credit and Creed. A Critical Legal Theory of Money*, New York, 2022.

<sup>94</sup> La scarsità monetaria riguarderebbe non solo la circostanza che la creazione di nuova moneta è appannaggio del sistema bancario, ma anche il fatto che la moneta si crea sotto forma di debito, il che sostanzialmente impone al debitore, anche pubblico, di utilizzare il denaro preso a prestito in attività remunerative, a pena di accumulare perdite sistematiche. Ciò disincentiverebbe l'utilizzo delle risorse per attività che non generano profitti e condannerebbe obiettivi come la promozione del benessere sociale, la prestazione dei servizi essenziali e la transizione climatica a sottostare alla legge economica del profitto ovvero, specularmente, a quella della perdita sistematica.

<sup>95</sup> La creazione a debito di nuova moneta avrebbe l'effetto di rendere necessaria e necessitata la crescita economica, in quanto solo così sarebbe possibile ripagare gli interessi sul debito, determinando, altresì, la crescita all'infinito del livello di indebitamento, sia in tempi di crescita economica, per via dell'incremento delle attività produttive e delle connesse esigenze di finanziamento, sia in tempi di recessione, per via dell'esigenza prevalentemente pubblicistica di rifinanziamento del debito.

<sup>96</sup> La creazione a debito di nuova moneta da parte di attori privati incentiverebbe l'investimento in attività speculative, promuovendo una visione di breve periodo all'interno dell'intero sistema bancario e finanziario.

sociali<sup>97</sup>; il tutto, a vantaggio di una precisa classe di attori privati. Si contesta, in altri termini, che l'attività di creazione di nuova moneta sia una funzione del profitto bancario e che ciò ostacoli la realizzazione di finalità di ordine generale.

Secondo tale ricostruzione critica, l'ordinamento monetario contemporaneo sottenderebbe *ipso facto* un incentivo alla massimizzazione del profitto privato *direttamente* a scapito del clima, dell'ambiente e della società complessivamente considerata. Infatti, le esternalità causate dalla produzione sul Pianeta e sulla società, restando estranee ai processi di creazione e distribuzione *manu* bancaria di nuova moneta e quindi alle sottostanti dinamiche di creazione del valore, risultano fisiologiche e connaturate al funzionamento stesso dell'ordinamento monetario, trovando il solo limite di sistema nell'attività di "internalizzazione" svolta dagli Stati attraverso leggi e politiche che puniscano o premino determinati comportamenti<sup>98</sup>. Poiché, dunque, le considerazioni di sostenibilità rimangono fattori esterni alla *governance* della moneta, la sua creazione, distribuzione e spendita non può che avvenire con le medesime modalità – a titolo esemplificativo – sia in favore di attività ad alte emissioni di carbonio, sia in favore di quelle ad emissioni nulle; tuttavia, comportando queste ultime, per definizione, maggiori costi, la moneta finisce inevitabilmente per premiare le prime a scapito delle seconde. Così facendo, l'assetto attuale della *governance* della moneta si mantiene politicamente neutrale rispetto all'una o all'altra attività, ovvero rispetto a più ampie considerazioni di politica economica, ma, rapportato agli obiettivi della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile, si rivela tutt'altro che neutrale. Per tali ragioni, numerosi studiosi ritengono che la strutturazione del sistema monetario contemporaneo sia la causa prima dei processi degenerativi in atto e che solo riformando la moneta sia possibile affrontare efficacemente le

---

<sup>97</sup> In ultima analisi, questo sarebbe l'effetto "fisiologico" e per nulla "patologico" del sistema monetario contemporaneo.

<sup>98</sup> Peraltro, tale attività di "internalizzazione" (tra cui rientrano, ad esempio, gli incentivi in materia di Finanza sostenibile e di finanziamento dello Sviluppo sostenibile), avvenendo anch'essa a debito produttivo di interessi, non sarebbe strutturalmente in grado di riformare il sistema economico per la realizzazione degli obiettivi di transizione climatica e di sostenibilità internazionalmente riconosciuti.

sfide della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile e realizzare il necessario cambiamento strutturale<sup>99</sup>.

Gli argomenti qui assai sinteticamente riepilogati non sono certo nuovi. I temi della fallacia scientifica delle teorie monetarie dominanti, del nesso di causalità tra moneta e squilibri globali e della necessità di un totale ripensamento della *governance* della moneta sono sempre stati cari agli studiosi dei fenomeni monetari, sebbene l'interesse per tali fenomeni sia notevolmente cresciuto a seguito della crisi finanziaria globale e con l'aggravarsi dell'emergenza climatica. Ciò che, invece, è del tutto inedito è la possibilità, offerta dalla tecnologia, di introdurre un nuovo tipo di moneta che, per sue caratteristiche strutturali, comporta un profondo riassetto nel sistema monetario e offre, quindi, l'occasione per riformare la *governance* della moneta, tanto nella prospettiva interna, quanto nella prospettiva sovranazionale. Di qui l'esigenza di andare oltre le teorie dominanti, alla ricerca di CBDC che ridefiniscano i meccanismi primi di creazione del valore entro il sistema economico e sociale, supportando, tramite la leva monetaria, un processo di effettiva transizione verso un modello di sviluppo sostenibile.

#### 4. *Alla ricerca di un “modello rigenerativo”, e non “estrattivo”, di CBDC.*

Sulla scorta delle considerazioni sopra svolte, si ritiene valido distinguere concettualmente le CBDC in base alla politica economica sottostante rispetto agli obiettivi della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile. Se è vero che la moneta è intrinsecamente portatrice di una sua propria politica economica, è altresì vero che detta politica economica può essere, a seconda dei casi, ritenuta funzionale ovvero disfunzionale in relazione ai menzionati obiettivi.

Nella prospettiva climatica e ambientale, tale funzionalità o disfunzionalità può essere valutata rispetto alle capacità rigenerative dell'ecosistema terrestre, vale a dire i “*planetary boundaries*”, che rappresentano il limite naturale posto allo sfruttamento delle risorse del

---

<sup>99</sup> Cfr. in particolare R. DOUTHWAITE, *op.cit.*; B. LIETAER, C. ARNSPERGER, S. BRUNNHUBER, *op.cit.*; S. BRUNNHUBER, *op.cit.*; F.M. ALVES, R. SANTOS, G. PENHA-LOPES, *op.cit.*

Pianeta (ove sono incluse le fonti fossili di energia, quali risorse il cui limite di sfruttamento è dato dalla capacità di assorbimento dell'anidride carbonica immessa nell'atmosfera)<sup>100</sup>. Secondo una concezione ecologica dell'economia, che considera il sistema economico come sottoinsieme dell'ecosistema terrestre<sup>101</sup>, tale limite naturale costituisce il discrimine tra un sistema economico di tipo "estrattivo", qual è quello attuale, in cui le risorse sono consumate oltre le capacità rigenerative del Pianeta, e un sistema di tipo "rigenerativo", in cui le risorse terrestri sono amministrate in maniera tale da rispettare il predetto limite, conservando e generando benefici per l'ecosistema. La dicotomia tra economia "estrattiva" ed economia "rigenerativa" è, altresì, applicabile con riferimento alla dimensione sociale dello Sviluppo sostenibile, laddove la prima identifica un sistema economico che consente lo sfruttamento massivo delle risorse umane, entro i limiti posti dalle singole legislazioni nazionali, mentre il secondo identifica un sistema economico in cui l'attività produttiva è in grado di generare da sé concreti benefici per i singoli e per l'intera collettività.

Nel quadro del processo di digitalizzazione della moneta, Stati e Banche centrali hanno, così, davanti a sé, due strade percorribili: introdurre una moneta digitale "neutrale", ispirata alla concezione neoclassica della moneta sopra riepilogata, che riproduce la natura estrattiva del sistema economico globale, che su di essa si struttura, oppure introdurre una moneta digitale politicamente orientata a risolvere i problemi di sostenibilità che caratterizzano il sistema economico contemporaneo, integrando le considerazioni di natura climatico-ambientale ed economico-sociale entro la relativa struttura di *governance*, al fine di realizzare "un modello di sviluppo in grado di

---

<sup>100</sup> Il concetto di *planetary boundaries*, esplorato in J. ROCKSTRÖM ET AL., *Planetary boundaries: exploring the safe operating space for humanity*, in *Ecol. Soc.*, 2009, 14, II, si riferisce alle capacità rigenerative del Pianeta e identifica i 9 limiti che le attività umane devono rispettare per non consumarne in eccesso le risorse terrestri. Tali limiti riguardano: i cambiamenti climatici; la perdita di biodiversità; il consumo di suolo; l'azoto e ciclo del fosforo; l'acidificazione degli oceani; l'utilizzo dell'acqua dolce; l'inquinamento atmosferico; gli aerosol atmosferici; i cambiamenti nell'uso del suolo. Al riguardo, cfr. il sito internet del Centro di Ricerca sui *planetary boundaries* (<https://www.stockholmresilience.org/>), che evidenzia in che misura ciascun limite è stato superato ovvero, per solo tre dei *boundaries* individuati, quanto manca al suo superamento.

<sup>101</sup> Cfr. *supra* nota 91.



*soddisfare i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri*<sup>102</sup>. Si tratta comunque, in entrambi i casi, di scelte politiche di sovranità monetaria.

Sviluppando il ragionamento svolto in precedenza, chiamiamo il primo “modello estrattivo”, per indicare una moneta la cui *governance* non tiene conto né del limite naturale dell’ecosistema terrestre allo sfruttamento delle risorse del Pianeta, né dell’esigenza di tutelare i diritti umani e promuovere il benessere sociale tramite la leva monetaria, delegando agli attori politici il compito di internalizzare le esternalità negative causate dalle attività economiche, e quindi anche la realizzazione degli obiettivi internazionali della transizione climatica e dello Sviluppo sostenibile. Di contro, chiamiamo il secondo “modello rigenerativo”<sup>103</sup>, per indicare una moneta che struttura *ab origine* le dinamiche di creazione, distribuzione e spendita della medesima come sintesi di variabili economiche, ambientali e sociali e che consente di elaborare politiche monetarie a supporto degli obiettivi internazionali di Sviluppo sostenibile, finanziando direttamente il processo di transizione da un sistema economico estrattivo ad un sistema economico rigenerativo. A metà strada tra tali modelli, si collocano, poi, modelli ibridi, in cui la moneta non è concepita come meccanismo strutturale in grado di promuovere la trasformazione del sistema economico, ma rimane comunque suscettibile alla definizione di politiche monetarie “*green*”, a supporto degli obiettivi climatici e di sostenibilità.

Tuttavia, benché il modello alternativo di una moneta “rigenerativa” risulti chiaro rispetto ai fini, i suoi possibili fondamenti strutturali devono ancora essere sviluppati. Infatti, mentre un “modello estrattivo” di CBDC non comporta la sostanziale revisione dei principi fondamentali che presiedono al governo della moneta, tra cui il principio di neutralità della medesima, la netta distinzione tra politica monetaria (di competenza delle Banche centrali) e politica economica (di competenza degli Stati e degli altri attori politici), il primato dell’obiettivo di stabilità dei prezzi (e della stabilità finanziaria), il principio di indipendenza delle Banche centrali e il ruolo delle banche

<sup>102</sup> Cfr. Rapporto Brundtland, cit.

<sup>103</sup> Lo spunto è preso da F.M. ALVES, R. SANTOS, G. PENHA-LOPES, *op.cit.*, nonché da J. FULLERTON, *Finance For A Regenerative World*, New York, 2018 e L.V. GIBBONS, *Regenerative – The New Sustainable?*, in *Sustainability*, 2020, 12, XIII.

nella creazione a debito di nuova moneta, un “modello rigenerativo” di CBDC impone, di per sé, il totale ripensamento circa il ruolo della moneta entro la società e, quindi, la riconfigurazione del rapporto tra Stato, Banca centrale e gli altri attori dell’ordinamento monetario, come le banche commerciali, le banche di sviluppo e le istituzioni finanziarie in genere, con riferimento tanto all’infrastruttura di *governance* della moneta digitale, quanto ai relativi strumenti di politica monetaria.

Al riguardo, occorre precisare che l’elaborazione e il confronto tra i due modelli non assolve ad una funzione descrittiva, ma eminentemente propositiva, avendo l’obiettivo di identificare un nuovo filone di ricerca, quello di monete digitali “rigenerative”, in cui unire la progettazione di riforme basate su monete digitali, l’indagine critica del sistema monetario contemporaneo e un approccio ecologico alle questioni economiche e monetarie, con lo scopo di proporre alternative di sistema adatte a rispondere alle principali sfide globali identificate dalla Comunità internazionale. Trattandosi, dunque, di un campo di ricerca ancora essenzialmente inesplorato, occorre definire un’agenda di ricerca idonea a riempire di contenuto giuridico-economico tale categoria concettuale. A tal fine, risulta necessario: dapprima, identificare gli ambiti di ricerca rilevanti da cui prendere spunto; quindi, definire sul piano metodologico l’agenda di ricerca; infine, elaborare quest’ultima sul piano sostanziale, indicando le questioni e i temi rilevanti su cui concentrare l’attenzione.

Ad oggi, vi sono tre distinti ambiti di ricerca volti a esplorare propositivamente il nesso tra moneta e sostenibilità. Un primo filone coincide con il dibattito teorico sopra accennato relativo ad una concezione ecologica della moneta, che sviluppa costruttivamente le molteplici critiche alle teorie monetarie neoclassiche nel tentativo di delineare i principi ispiratori di una diversa concezione della moneta, funzionale alla transizione climatica e allo Sviluppo sostenibile, enfatizzando il ruolo centrale di quest’ultima quale strumento primo di creazione del valore entro l’economia e la società<sup>104</sup>. Sul punto, tale ambito di ricerca, che però non fa diretto riferimento alle CBDC, evidenzia la necessità di superare, tra gli altri, la dicotomia tra regolamentazione pubblica e accumulazione privata, il monopolio bancario della creazione di nuova moneta, l’imperativo della creazione

---

<sup>104</sup> Cfr. *supra* nota 91.

a debito della moneta e il principio di unicità della moneta, aprendosi al tema delle monete locali e complementari<sup>105</sup>.

Un secondo filone riguarda il recentissimo fenomeno del *green central banking*, che sottende una rimodulazione delle politiche monetarie in funzione degli obiettivi climatici e ambientali. Sotto questo profilo, alcuni esempi di un rinnovato approccio monetario alle questioni di sostenibilità includono innovativi strumenti di politica monetaria a supporto della Finanza sostenibile, come la differenziazione delle politiche sui tassi di interesse o dei requisiti di capitale e di riserve delle banche commerciali in base alla natura “*green*” o “sostenibile” delle attività finanziate, l’introduzione di operazioni di rifinanziamento bancario o di prestito volte a supportare gli investimenti sostenibili (“*green targeted refinancing operations*” o “*green lending facilities*”), la definizione di programmi di acquisto di titoli che tengano conto della sostenibilità degli stessi (“*green quantitative easing*”) e altri strumenti<sup>106</sup>.

Un terzo filone riguarda, invece, l’utilizzo dell’innovazione tecnologica, in particolare delle tecnologie dei registri distribuiti, per promuovere ecosistemi economici di tipo “rigenerativo” nel senso sopra precisato. In tale ambito, vengono in rilievo alcune innovazioni nel contesto della c.d. “*Regenerative Finance*” (ReFi), che comprende le applicazioni *blockchain* volte a creare comunità di *stakeholder* la cui attività è in grado di generare tanto ritorni finanziari, quanto concreti e specifici benefici sotto il profilo ambientale e sociale<sup>107</sup>. Esempi di ReFi, invero ancora in fase sperimentale, includono la creazione di piattaforme per l’emissione e lo scambio di crediti carbonio o di altri

---

<sup>105</sup> Cfr. DOUTHWAITE, *op.cit.*; B. LIETAER, C. ARNSPERGER, S. BRUNNHUBER, *op.cit.*; J. AMENT, *op.cit.*; S. BRUNNHUBER, *op.cit.*; F.M. ALVES, R. SANTOS, G. PENHA-LOPES, *op.cit.*, R. SVARTZMAN, D. DRON, E. ESPAGNE, *op.cit.*

<sup>106</sup> Cfr. sul punto la bibliografia citata *supra* nota 73.

<sup>107</sup> Cfr. M. SCHLETZ ET AL., *Blockchain and Regenerative Finance: Charting a Path Toward Regeneration*, in *Frontiers in Blockchain*, 2022, 6; S. HARTLEY, E. RENNIE, *Regenerative Finance “ReFi”: Blockchain for Climate Action*, Report for Intel, ARC Centre for Automated Decision-Making and Society, Melbourne, 2022; A. DIAZ-VALDIVIA, M. POBLET, *Governance of ReFi Ecosystem and the Integrity of Voluntary Carbon Markets as a Common Resource*, *SSRN Electronic Journal*, 2022, 4286167; O. BAIM, *Curbing Climate Change: An Analysis of the Blockchain’s Impact on the Voluntary Carbon Market*, 2023

crediti ecologici nel mercato volontario<sup>108</sup>, la realizzazione di schemi cooperativi per la gestione di risorse comuni (in specie forestali, agricole o marine) e la rigenerazione dei relativi ecosistemi o la progettazione di altri schemi di incentivazione e promozione di attività sostenibili<sup>109</sup>. In tale contesto, inoltre, si inserisce il dibattito sulle monete complementari con finalità di tutela ambientale e di promozione del benessere sociale<sup>110</sup>. Infine, una considerazione specifica merita il recentissimo progetto di ricerca della Open Earth Foundation<sup>111</sup> sulle “*nature-based currencies*”, che mira ad integrare il capitale naturale entro il sistema monetario tramite CBDC<sup>112</sup>: si tratta, infatti, di un primissimo esempio concreto di ricerca di un modello rigenerativo di CBDC. Nel *whitepaper*, viene proposta una complessa architettura monetaria basata su “*nature-based*” CBDC, che integra moneta digitale, *green bond*, crediti ecologici e altri strumenti in un sistema di incentivazione e finanziamento di attività economiche in grado di promuovere la protezione delle risorse naturali comuni e la rigenerazione degli ecosistemi. Nel complesso, tali progetti, sperimentazioni e proposte sono utili a ripensare le possibili interazioni tra i vari attori dell’ordinamento monetario e definire nuovi principi di funzionamento di monete digitali rigenerative.

L’integrazione tra tali filoni di ricerca risulta necessaria per impostare un discorso di politica economica unitario, volto a definire un modello rigenerativo di CBDC. Tale discorso di politica economica, tuttavia, deve essere opportunamente supportato, sul piano normativo, da considerazioni di natura giuridica che lo includano entro il più ampio

---

<sup>108</sup> Cfr. A. DIAZ-VALDIVIA, M. POBLET, *op.cit.*; O. BAIM, *op.cit.*

<sup>109</sup> Cfr. S. HARTLEY, E. RENNIE, *op.cit.*; M. SCHLETZ ET AL., *op.cit.*

<sup>110</sup> Cfr. A. MICHEL, M. HUDON, *Community currencies and sustainable development: A systematic review*, in *Ecol. Econ.*, 2015, 116; J. BLANC, *Les Monnaies Alternatives*, Parigi, 2018; E. BARINAGA, A. HONZAWA, J. OCAMPO, P. RAFFAELLI, L. USSHER, *Commons-based monies for an inclusive and resilient future*, in *Climate Adaptation: Accounts of Resilience, Self-sufficiency and Systems Change*, 2021; P. KONIECZNA, *Local currencies supporting the implementation of the concept of sustainable development in Europe*, in *Cop. J. Fin. Acc.*, 2022, 10, IV; BARINAGA, *Greening monies: Remaking money for a sustainable future*, 2023.

<sup>111</sup> Cfr. <https://www.openearth.org/>.

<sup>112</sup> Cfr. OPEN EARTH FOUNDATION, *Nature Based Currencies. Integrating natural capital in advanced monetary systems. Whitepaper Draft v1*, 2023, disponibile sul sito internet della Fondazione.

dibattito sulla transizione climatica e sullo Sviluppo sostenibile. È in tale prospettiva che viene, dunque, in rilievo il diritto, *in primis* il diritto internazionale. Infatti, è proprio il concetto-principio internazionale dello Sviluppo sostenibile a imporre riforme di sistema per la realizzazione di obiettivi di giustizia *inter-* e *intra-* generazionali, riequilibrando il rapporto tra economia, contrasto al cambiamento climatico e protezione dell'ambiente e tutela dei diritti fondamentali, inclusi i diritti economico-sociali degli individui. Di conseguenza, è tale concetto-principio che occorre esplorare nella sua capacità di incidere sull'evoluzione del diritto monetario, interno e internazionale, ridefinendo gli obiettivi giuridicamente rilevanti entro il sistema di governo della moneta (digitale).

Dal punto di vista metodologico, pertanto, l'agenda di ricerca qui proposta suggerisce di seguire un approccio di tipo "giuridico-transdisciplinare" al tema sollevato: giuridico, in quanto fondato sul diritto quale disciplina che consente di ricostruire la struttura normativa dell'ordinamento monetario contemporaneo e di analizzarla criticamente sulla scorta di più ampi valori, principi e obiettivi giuridicamente rilevanti, quali quelli relativi al cambiamento climatico e allo Sviluppo sostenibile<sup>113</sup>; transdisciplinare, in quanto il dibattito sul futuro della moneta impone di adottare un approccio olistico e unitario al tema, sia in chiave critica, sia in chiave propositiva, aprendosi alle altre scienze sociali e a considerazioni di rilievo economico, antropologico, sociale, politico e tecnologico, con l'obiettivo ultimo di promuovere il cambiamento strutturale entro l'ordinamento economico e monetario<sup>114</sup>. Tale metodologia consente di interfacciarsi con la letteratura multidisciplinare in ambito monetario sopra sinteticamente riepilogata, ricostruirne le problematiche evidenziate come conflitto di interessi, valori, principi e norme nel più ampio contesto del diritto

---

<sup>113</sup> Ciò impone di indagare più approfonditamente la natura giuridica della moneta e la sua collocazione entro l'ordinamento costituzionale.

<sup>114</sup> Con "transdisciplinare" si intende un approccio che intende superare i confini tradizionali delle discipline accademiche, unendo conoscenze e prospettive provenienti da diverse discipline per affrontare in modo integrato e olistico i problemi complessi della società. Il metodo è sovente utilizzato nell'ambito degli studi sulla sostenibilità e sul cambiamento strutturale. Restano ancora da sperimentare le sinergie tra discipline giuridiche e altre scienze sociali nell'ambito di detta prospettiva metodologica.

internazionale in materia di cambiamento climatico e Sviluppo sostenibile e degli ordinamenti costituzionali e sovranazionali, e integrare tali considerazioni entro il perimetro della ricerca scientifica in materia di CBDC, nonché nel discorso politico-economico sul futuro della moneta.

Nella menzionata prospettiva di ricerca, risulta, quindi, necessario: in primo luogo, ricostruire concettualmente i profili di politica economica sottesi all'assetto attuale del governo della moneta e analizzarne gli effetti rispetto ai meccanismi di creazione del valore entro l'economia e la società; in secondo luogo, analizzare criticamente tale politica economica rispetto agli obiettivi climatici e di sostenibilità internazionalmente riconosciuti; in terzo luogo, razionalizzare in termini giuridici il rapporto tra moneta e sostenibilità alla luce dei principi di diritto internazionale e costituzionale; infine, ricercare soluzioni alternative e innovative che possano risolvere i problemi evidenziati, identificando nuove categorie concettuali e nuovi principi di riferimento. Ad oggi, in tutto il Mondo sono ben 140 i progetti di ricerca e le sperimentazioni in corso in tema di CBDC<sup>115</sup>; alla luce della crisi climatica in corso, degli impegni internazionali assunti in materia, dello Sviluppo sostenibile e dei principi costituzionali propri di ogni giurisdizione, sorge un cruciale dubbio: è legittimo, per le Banche centrali, introdurre un nuovo tipo di moneta che rimanga "neutrale" rispetto ai conclamati problemi del nostro Pianeta e della nostra società, scegliendo di non risolverli?

Nella consapevolezza di situarsi agli inizi del dibattito, lo studio ha inteso innanzitutto evidenziare il problema del rapporto tra moneta e sostenibilità, elevandolo a necessario argomento di discussione nel contesto delle CBDC e del processo di digitalizzazione della moneta reso possibile dalle tecnologie dei registri distribuiti. Quindi, ha voluto offrire spunti di riflessione per una lettura in chiave giuridica di tale problematica, accennandone una ricostruzione del rapporto attuale tra moneta e sostenibilità in termini di potenziale conflitto di interessi, valori, principi e norme giuridicamente rilevanti. Infine, ha offerto la prospettiva di orientare la ricerca a supporto di riforme basate sulle CBDC e sui principi di un'economia ecologica e rigenerativa, dando un

---

<sup>115</sup> Cfr. il sito internet <https://cbdctracker.org>.

TIZIANO BUSSANI

*nomen* che potrà servire a identificare un nuovo filone di ricerca e delineandone alcuni profili di merito e di metodo.





## **La vulnerabilità del consumatore di servizi di pagamento: alla ricerca di un punto di equilibrio tra competitività ed inclusione.**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Consumatore medio vs Consumatore vulnerabile nella direttiva PSD2. – 2.1. L’archetipo dell’individuo razionale e del consumatore responsabile tra codice civile, Testo Unico bancario e Codice del consumo. – 2.2. Quali margini per un ripensamento. – 3. La vulnerabilità e l’approccio di private enforcement. – 4. Conclusioni: l’opzione di public enforcement.

### *1. Introduzione*

Parafrasando Christine Desan, la moneta non è uno strumento neutrale ma un fenomeno costituzionale costruito dalle scelte collettive che istituzionalizzano relazioni, assegnano ruoli e distribuiscono profitti<sup>1</sup>. Colta in questi termini, la moneta diventa un peculiare strumento identitario<sup>2</sup>, che disegna gli equilibri di una comunità, nella quale raggiungere chi resta escluso<sup>3</sup> o ai margini del sistema dei pagamenti<sup>4</sup> è una priorità di politica legislativa.

L’esclusione finanziaria è una situazione che riguarda chi non ha un conto di pagamento<sup>5</sup> ma anche coloro i quali, pur avendolo, soffrono

---

<sup>1</sup> C. DESAN, *The constitutional approach to money*, in *Money talks. Explaining how money really works*, N. BANDELJ - F. WHERRY - V. ZELIZER (a cura di), Princeton-Oxford, 2017, 109-130.

<sup>2</sup> «La moneta come genuina espressione della socialità: la sua evoluzione accompagna ed esprime l’evolversi e l’infittirsi dei rapporti sociali». S. STAMMATI, voce «Moneta», in *Enc. Dir.*, vol. XXVI, Milano, 1976, 748.

<sup>3</sup> Cfr.: Committee on Payment and Market Infrastructure (CPMI), World Bank Group, *Payment aspects of financial inclusion*, 2016, 7 ss. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d144.pdf>

<sup>4</sup> Per sistema dei pagamenti si intende «l’insieme degli strumenti, delle procedure, degli operatori, delle infrastrutture, delle norme volte ad assicurare il trasferimento della moneta tra gli operatori economici»: v., Banca d’Italia, *Libro Bianco sul sistema dei pagamenti in Italia*, Roma 1987, 4; F. PLUCHINO, *Profili istituzionali del Libro Bianco della Banca d’Italia sul sistema dei pagamenti*, in *Dir. economia*, 2001, 215.

<sup>5</sup> La nozione di conto di pagamento - «un conto detenuto a nome di uno o più utilizzatori di servizi di pagamento utilizzato per l’esecuzione di operazioni di pagamento» - è introdotta dalla direttiva sui servizi di pagamento nel mercato interno (o PSD1) risalente al 2007 ed è conservata tale e quale quando la PSD2, nel 2015, sostituisce la direttiva PSD1 tenendo fermo l’impianto ed ammodernandone i

una scarsa dimestichezza con la tecnologia digitale (la c.d. vulnerabilità tecnologica)<sup>6</sup> da essere più esposti al rischio di subire trasferimenti di fondi non autorizzati<sup>7</sup>. Se per gli uni la direttiva PAD ha riconosciuto il diritto ad un conto di pagamento di base<sup>8</sup>, per gli altri il discorso è più

---

contenuti. L'acronimo PSD1 si riferisce alla Direttiva CE n. 64 del 2007 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 novembre 2007, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle direttive 97/7/CE, 2002/65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la direttiva 97/5/CE, in GUCE [2007] L 319/1; con l'acronimo PSD2 si intende la Direttiva UE n. 2366 dl 2015, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, in GUCE [2015] L337/35. La definizione di conto di pagamento, di cui sopra, è attualmente offerta dall'art. 4, n. 2, PSD2; questa fattispecie rappresenta una *species* del contratto quadro di servizi di pagamento, definito all'art. 4, n. 21, PSD2, come un contratto che disciplina «la futura esecuzione delle operazioni di pagamento individuali e successive e che può comportare l'obbligo di aprire un conto di pagamento e le relative condizioni». Per un inquadramento critico si rinvia a: V. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, 855 ss.

<sup>6</sup> Nel contesto europeo, fin dalla seconda età degli anni ottanta, è stata promossa l'*elettronificazione* del trasferimento di fondi per superare la frammentazione su base nazionale nell'esercizio della libertà di circolazione dei pagamenti. L'idea era di raggiungere la piena automazione ed integrazione delle diverse fasi del trattamento dell'ordine di pagamento dal momento in cui è impartito, tramite home banking o moneta digitale. Si rinvia a: ECB, *E-payments in Europe – The Eurosystem's perspective*, 16 September 2002; ECB, *Electronification of payments in Europe*, in *ECB Monthly Bulletin* May 2003, 61-72; ECB, *Issue paper for the ECB conference on 10 November 2004*, [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

<sup>7</sup> Le operazioni di pagamento non autorizzate sono i prelievi, i “depositi” ed i trasferimenti di fondi per i quali il pagatore, i.e., il titolare del conto, non ha dato il proprio consenso. Per operazione di pagamento elettronico si intende, secondo il Reg. n. 2560 del 2001, un trasferimento di fondi eseguito con uno strumento elettronico di pagamento ovvero con moneta elettronica. La definizione suona tautologica, ma nella stessa sede è chiarito che lo strumento di pagamento è elettronico dal momento che richiede l'utilizzo di un codice digitale di identificazione (o elementi simili) per accedere al conto o alla disponibilità monetaria immagazzinata sul supporto plastico o digitale. Pertanto, l'accesso remoto avviene tramite un terminale fisso, mobile o tramite smartphone.

<sup>8</sup> L'acronimo PAD indica la Direttiva UE n. 92 del 2014, del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, in GUCE [2014] L257/214, recepita con il d.lgs. n. 37 del 2017, in G.U. n. 75 del 2017. Per un commento sulla direttiva e sulla trasposizione nel diritto intero, nonché sulla precedente esperienza italiana in tema di conti di pagamento-base, si rinvia a: S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento” alla luce dell'armonizzazione attuata con la Payment*

articolato. Il problema può essere sintetizzato in questi termini: un consumatore<sup>9</sup>, che non è un esperto e solerte utente di rete (Internet), conclude un contratto di conto corrente o di emissione di moneta elettronica per eseguire e ricevere pagamenti online e, dopo qualche tempo, si rende conto che degli impostori informatici sono riusciti a carpire o ad intercettare le chiavi di accesso al conto, appropriandosi di somme ivi disponibili. Il consumatore, che *in realtà* non voleva eseguire quelle operazioni di pagamento ma ha *apparentemente* dato il proprio consenso, avrà diritto al rimborso delle somme dal prestatore dei servizi di pagamento<sup>10</sup>? La vulnerabilità tecnologica rappresenta un

---

*Accounts Directive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, 787 ss.; v., anche, A. BLANDINI – C. FIENGO, *Sulla funzione sociale del conto corrente bancario*, in *Riv. trim. dir. econ.* 2020, 365. Concludendo sugli strumenti di inclusione finanziaria, si può far riferimento anche all'ABF (Arbitro Bancario e Finanziario) come organismo di risoluzione stragiudiziale delle controversie, istituito nel 2009 dando attuazione all'Art. 128-bis Tub, introdotto dalla legge sul risparmio n. 262 del 2005. Del resto, anche la PSD1 (Art. 80) prevedeva che gli utenti – senza distinzione tra consumatori e professionisti – nonché le rispettive associazioni potessero presentare reclami ad autorità indipendenti in relazione a presunte violazioni da parte dei prestatori di servizi di pagamento di norme di diritto interno che recepiscono quelle europee. Analoga disposizione è stata conservata anche nella PSD2 (v., Art. 102).

<sup>9</sup> Il consumatore è «una persona fisica che, nei contratti di servizi di pagamento contemplati dalla presente direttiva, agisce per scopi estranei alla sua attività commerciale o professionale» (V., art. 4, n. 11, PSD1, ed art. 4, n. 20, PSD2). Secondo la giurisprudenza più recente della Corte di giustizia, per stabilire se il contraente è un consumatore si deve aver riguardo alla natura e alle finalità che il contratto concluso intende soddisfare, in termini obiettivi, mentre sarà irrilevante lo svolgimento da parte della persona fisica di un'attività di lavoro subordinato o autonomo. Se il contratto concluso presentasse una duplice finalità – professionale e privata –, l'interprete sarà chiamato a verificare se sia trascurabile l'uso professionale dell'operazione considerata (Corte di giustizia, 9 marzo 2023, causa B-177/22, JA v. Wurth Automotive GmbH, § 22-27).

<sup>10</sup> I prestatori di servizi di pagamento rappresentano una categoria chiusa e sono le banche, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento, nonché Poste Italiane s.p.a. Sono contemplati nell'elenco una serie di soggetti pubblici: la Banca Centrale Europea e le banche centrali nazionali se non agiscono in veste di autorità monetarie, le pubbliche amministrazioni statali, regionali, locali, sempreché non agiscono in veste di autorità pubblica. Cfr., Art. 1, lett. g), d.lgs. n. 11/2010. Per un commento analitico delle disposizioni della direttiva PSD2 sull'autorizzazione degli istituti di pagamento, si rinvia a: C. CORVESE, *Title II 'Payment Service Providers'. Chapter 1 'Payment Institutions'*, in *The Payment Services Directive II. A*

rischio del quale deve farsi carico l'intermediario in qualità di imprenditore? Uno scenario di questo tipo può verificarsi quando il pagatore ha emesso l'ordine di pagamento ma quest'ordine è intercettato e indirizzato ad un destinatario diverso dal debitore dell'obbligazione pecuniaria, cosicché il pagatore sarà costretto ad eseguire un nuovo pagamento. Questa situazione, però, si può presentare anche quando non era affatto nelle intenzioni del titolare movimentare il conto, ma altri si sono appropriati delle chiavi di accesso.

Di questo genere di vicende dà conto anche la relazione annuale della Banca d'Italia sugli esposti dei clienti delle banche e delle finanziarie<sup>11</sup> così come la relazione annuale dell'Arbitro Bancario e Finanziario (ABF)<sup>12</sup>. Entrambe registrano una crescente diffusione in Italia dei servizi e degli strumenti di pagamento digitali, sia per unità che per valore delle transazioni, con uno squilibrio tra uomini e donne; entrambe constatano un aumento di 130 punti percentuali del numero dei ricorsi per utilizzo fraudolento degli strumenti di pagamento, nel periodo 2017-2022. Per questo motivo la Banca d'Italia, in qualità di banca centrale nazionale, promuove programmi di educazione finanziaria<sup>13</sup>: è in gioco la fiducia nel sistema dei pagamenti visto che

---

*Commentary*, G. GIMIGLIANO – M. BOZINA BEROS (a cura di), Cheltenham: UK, 2021, 31- 65.

<sup>11</sup> Banca d'Italia, *Relazione sugli esposti dei clienti delle banche e delle finanziarie. Anno 2022*, 6 luglio 2023, <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-esposti/2023/index.html>

<sup>12</sup> Banca d'Italia, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario. Anno 2022*, <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/abf/relazione-annuale/index.html>

<sup>13</sup> L'art. 2, cod. cons. (d.lgs. n. 205/2005), ha incluso l'educazione al consumo tra i diritti fondamentali del consumatore, poi ripresa dall'art. 4 dello stesso Codice. L'educazione finanziaria può essere considerata come una forma di educazione al consumo: v., M. BIANCO - D. MARCONI - A. ROMAGNOLI - M. STACCHINI, *Le sfide per l'inclusione finanziaria e il ruolo dell'educazione finanziaria*, Questioni di economia e finanziaria (occasional paper), n. 723, Banca d'Italia: Roma, 2022, [https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0723/QEF\\_723\\_22.pdf](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0723/QEF_723_22.pdf) In senso critico sulle ricadute positive dei programmi di educazione finanziaria, v., C. BRENNAN – M. COPPACK, *Consumer empowerment: global context, UK strategies and vulnerable consumers*, in *International Journal of Consumer Studies* 2008, 312. Del resto, anche sull'educazione al consumo è stato criticamente osservato che «(...) malgrado la educazione al consumo sia oggetto di molteplici programmi resta, a parere di molti, tuttora in attesa di una effettiva realizzazione in termini di diritto

la percezione della sicurezza dei trasferimenti online diventa un elemento essenziale per dare concretezza alla dimensione identitaria della moneta<sup>14</sup>.

Ci sono pochi dubbi, però, che l'educazione finanziaria rappresenti uno strumento di inclusione di lungo periodo, mentre nel breve periodo viene in gioco l'allocazione del rischio delle operazioni di pagamento fraudolente o non autorizzate. Così, in questa analisi, ci si chiede se nel quadro giuridico vigente la vulnerabilità tecnologica del consumatore imponga un più elevato standard di diligenza al prestatore del servizio e, nel caso, entro quali margini la vulnerabilità tecnologica assuma rilevanza giuridica nel rapporto di conto di pagamento.

Nel dare una risposta a questa duplice domanda, si considera preliminarmente stabilire chi sia il consumatore *vulnerabile* in un quadro giuridico, come quello dei servizi bancari, che da sempre considera la figura del contraente *debole*. Le due figure coincidono? V'è da dire in premessa che nel diritto europeo del contratto di servizi di pagamento non soltanto il consumatore (medio) riveste una centralità solo apparente<sup>15</sup>, ma né le direttive PSD<sup>16</sup> né la disciplina di recepimento fanno riferimento alla vulnerabilità per esigere dall'intermediario il rispetto di uno standard di diligenza più rigoroso. Dunque, si potrebbe

---

azionabile». V., L. ROSSI CARLEO, *I diritti fondamentali dei consumatori*, in *Concorrenza e mercato* 2015, 183 ss.

<sup>14</sup> Sulla dimensione fiduciaria della moneta, v., C. GIANNINI, *L'età delle banche centrali*, 54 ss.; F. BELLI, *Corso di legislazione bancaria (1861-2010)*, I, Pisa, 2010, 37 ss.; anche F. BELLI, *Qualche osservazione a margine dei pagamenti e del controllo del sistema (dei sistemi) di pagamento*, in *Il diritto dei sistemi di pagamento*, V. SANTORO (a cura di), Milano, 2007, 19-27

<sup>15</sup> Benché molti considerando della direttiva PSD2 (e PSD1) siano dedicati al consumatore e alla finalità di salvaguardarne un elevato livello di tutela, l'articolato normativo privilegia la nozione di utente del servizio di pagamento, definito come la «persona fisica o giuridica che si avvale di un servizio di pagamento in qualità di pagatore o di beneficiario o di entrambi». Di questo avviso anche: V. ROPPO, *Prospettive del diritto contrattuale europeo. Dal contratto del consumatore al contratto asimmetrico?*, in *Corr. Giur.* 2009, 267. In sintesi, la qualità di consumatore limita l'autonomia contrattuale delle parti che non possono derogare alle disposizioni dei Titoli III e IV, rispettivamente sulla trasparenza e sui diritti e obblighi nella prestazione dei servizi di pagamento. Era così nella direttiva PSD1 ed è una scelta confermata nella PSD2. (Cfr. Art. 38(1) PSD2; Art. 30 e 51 PSD1).

<sup>16</sup> Con l'espressione "direttive PSD" si intende far congiuntamente riferimento alla PSD1 e alla PSD2.

concludere che il silenzio escluda la rilevanza giuridica della vulnerabilità nel rapporto contrattuale tra consumatore e prestatore del servizio di pagamento. Tuttavia, la rilevanza del principio costituzionale di solidarietà nei rapporti inter-privati<sup>17</sup> può offrire argomenti per sostenere che la vulnerabilità del consumatore entri nella valutazione della colpa grave del consumatore (per le operazioni non autorizzate eseguite) facendo leva sulla funzione integrativa della buona fede nell'esecuzione del rapporto contrattuale<sup>18</sup>.

Da ultimo, si fa strada – e sarà privilegiata - l'ipotesi di un sistema di etero-tutela<sup>19</sup> (o *public enforcement*) del consumatore vulnerabile di servizi di pagamento. L'opzione valorizza la funzione di sorveglianza delle banche centrali nazionali dell'Eurozona da un canto e il ruolo dei sistemi di pagamento come accordi verticalmente integrati, dall'altro. Questa ipotesi ricostruttiva presenta però un *caveat*: imparare la lezione offerta dall'esperienza maturata nel quadro MIFID<sup>20</sup>. La disciplina del consumatore di servizi finanziari, a valle di un'armonizzazione ventennale, soffre ancora l'incertezza sulle conseguenze giuridiche

---

<sup>17</sup> Gli studi al riguardo sono risalenti (Mengoni, Rodotà) ma l'attenzione sulla rilevanza del principio costituzionale di solidarietà nei rapporti inter-privati e, in particolare, nelle relazioni tra l'intermediario bancario/finanziario e il cliente è stata rilanciata di recente in occasione della presentazione del volume di G. ALPA, *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna 2022. Gli atti della presentazione sono stati pubblicati su: *Riv. trim. dir. econ.*, Suppl. 2023 (1).

<sup>18</sup> F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2001, IX edizione, 777 s. Il punto è approfondito al § 3.

<sup>19</sup> La riflessione sul modello di auto-tutela e di etero-tutela era stata già svolta da Raffaele Lener (R. LENER, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, in *Società*, 1994, 1694) nel commentare la disciplina sulla trasparenza bancaria nel Testo Unico. In quella sede, infatti, l'Autore evidenziava come il modello dell'autotutela, seguito nella disciplina sulla trasparenza bancaria, contemplasse la «possibilità per il contraente 'debole' di reagire in via 'autonoma'», mentre il modello di etero-tutela che, ad esempio, è applicato nella l. n. 77/1983 sui fondi comuni, prevede che la «tutela è demandata, proprio in ragione della 'debolezza' del contraente, ad un soggetto esterno al rapporto contrattuale: alle autorità di vigilanza o a privati investiti di compiti lato sensu pubblicistici, come la banca depositaria del fondo comune».

<sup>20</sup> L'acronimo MIFID2, come noto, sta per Markets in Financial Instruments Regulation (Direttiva UE n. 65 del 2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa a i mercati di strumenti finanziari che modifica le direttive 2002/92/CE e 2011/61/UE, in GUCE L173/349. Il problema è stato esaminato in modo particolare da: O. CHEREDNYCHENKO, *Rediscovering the public/private divide in EU private law*, in *Eur. Law J.*, 2020 (26), 27- 47.

della violazione delle regole di condotta degli intermediari<sup>21</sup>, come il rischio di comportamenti opportunistici dei clienti<sup>22</sup>.

## 2. *Consumatore medio vs Consumatore vulnerabile nella direttiva PSD2*

La disciplina dei contratti di servizi di pagamento presenta le criticità tipiche dell'approccio europeo, tra queste la funzionalizzazione del quadro giuridico alla costruzione di un mercato interno competitivo. Infatti, il legislatore si rivolge agli intermediari e ai consumatori più come attori del mercato che come parti di un contratto bilaterale<sup>23</sup>. Ciò, però, non vuol dire che la disciplina armonizzata non presenti sensibili ricadute sul rapporto contrattuale<sup>24</sup>, che adotta il modello del consumatore medio.

---

<sup>21</sup> V'è una letteratura sterminata sulle regole di comportamento e la disciplina contrattuale nella prestazione di servizi di investimento, si rinvia come punto di partenza a: E. GABRIELLI – R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2010.

<sup>22</sup> M. RABITTI, *Disorientamento ed opportunismo nei contratti del mercato finanziario*, in *Ianus. Rivista di Studi Giuridici*, 2019 (19), 41 ss.

<sup>23</sup> Cfm: A. PLAIA, *Profili evolutivi della tutela contrattuale*, in *Eur. dir. priv.*, 2018, 69, ha sostenuto che «Il fatto è che nel diritto privato 'funzionalizzato', regolatorio di scambi reali, viene meno la prospettiva tradizionale del codice civile, di un orizzonte normativo cioè strutturato per gli scambi individuali: la dimensione seriale e standardizzata in cui operano gli attori del mercato marginalizza lo scambio individuale e conseguentemente anche i congegni rimediali operanti al suo interno».

<sup>24</sup> Si può pensare, ad esempio, all'obbligo di contrarre imposto agli enti creditizi dalla direttiva PAD nella prestazione del servizio di conto di pagamento o conto-base di pagamento, ma anche agli obblighi di informazione preliminari e successivi alla conclusione del contratto, alla prescrizione della forma scritta e di un contenuto minimo del contratto, o ancora alla tempistica scandita nell'esecuzione dell'ordine di pagamento, per non parlare dello standard di diligenza prescritto all'intermediario con riferimento ad operazioni di pagamento non-autorizzate, non eseguite o eseguite tardivamente o in modo non corretto. D'altro canto, il regolamento MIF è intervenuto sulle condizioni economiche stabilendo un tetto alle commissioni interbancarie multilaterali nel contratto di servizi di pagamento su carta - di debito e di credito – (Artt. 3-4, Regolamento UE n. 751 del 2015, del Consiglio e del Parlamento europeo, del 29 aprile 2015, in GUCE [2015] L123/1).

Viene in gioco il c.d. *responsible consumer*, che cerca, valuta e coglie le opportunità che il mercato unico offre<sup>25</sup>. Si confrontano due linee-guida di *policy*, che reciprocamente si integrano: se da un canto si intende coadiuvare gli utenti in una scelta consapevole e razionale, dall'altra se ne vuole favorire la mobilità nel mercato interno. Infatti, dalla fase preliminare alla conclusione del contratto quadro, il cliente è delineato come un soggetto che riflette sulla convenienza delle condizioni contrattuali proposte, delle quali ha ricevuto copia su un supporto durevole – prima della conclusione del contratto –; raccoglie e confronta le proposte alternative presenti sul mercato di riferimento o, ancora, quando il contratto sarà concluso, verifica la congruenza tra le condizioni contrattuali pubblicizzate e quelle applicate alle singole operazioni di pagamento<sup>26</sup>. Inoltre, per rafforzare gli effetti virtuosi della valutazione comparativa, è riconosciuto al consumatore il diritto di trasferire ad altro operatore, su base transfrontaliera, il conto di pagamento o soltanto alcuni servizi prestati in quella cornice, secondo una procedura ben scandita nella direttiva PAD<sup>27</sup>. Dello stesso tenore la scelta con la quale si prescrive agli Stati membri di mettere a disposizione dei consumatori, gratuitamente, siti web di comparazione, «funzionalmente indipendenti», che assicurano la parità di trattamento tra tutti gli operatori, indicano chiaramente i proprietari (del sito),

---

<sup>25</sup> Hans Micklitz lo ha definito come «dynamic, open-minded, flexible, well-informed, self-standing and self-conscious mobile worker or consumer who is seeking the best job opportunities and the best prices on the market of consumer goods and services so as 'to reap up the benefits of the internal market'» (HANS-W. MICKLITZ, *Social justice and access justice in private law*, EUI Working Papers, 2011, 2). V., HANS-W. MICKLITZ – S. WEATHERILL, *Consumer policy in the European Community: before and after Maastricht*, in *Journal of Consumer Policy*, 1993 (16), 285 – 321; HANS-W. MICKLITZ - N. REICH - S. WEATHERILL, *EU Treaty revision and consumer protection*, in *Journal of Consumer Policy* 2004 (27), 367 – 399).

<sup>26</sup> M. RISPOLI FARINA – A. SPENA, *La trasparenza delle condizioni e dei requisiti informativi per i servizi di pagamento*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, M. RISPOLI FARINA – V. SANTORO – A. SCIARRONE ALIBRANDI – O. TROIANO (a cura di), Milano 2009, 77 ss.; G. GIMIGLIANO, *Title III. Transparency of conditions and information requirements for payment services*, in *The payment services directive II. A commentary*, G. GIMIGLIANO - M. BOZINA BEROS (a cura di), Cheltenham, UK, 2021, 103-120.

<sup>27</sup> Artt. 9-14, PAD.



utilizzano criteri «chiari e oggettivi» di confronto fornendo una gamma di offerte così ampia da coprire una parte significativa del mercato<sup>28</sup>.

Nella prospettiva accennata, dunque, il consumatore è per definizione *debole* perché soffre l'asimmetria informativa nella relazione con l'intermediario e con il mercato. Coerentemente il legislatore interviene per colmare il divario nella fase di formazione del consenso, dando per scontato che il consumatore possa operare scelte consapevoli dopo aver ricevuto le informazioni necessarie. Posta in questi termini, la *debolezza* e la *vulnerabilità* sono sinonimi anche sul piano giuridico, mentre il concetto di debolezza contrattuale nella PSD2 esibisce – se ne darà conto di seguito - una sensibile continuità con l'approccio del codice civile, della disciplina dei servizi bancari e finanziari nel Testo Unico Bancario (Tub) e del codice del consumo.

## 2.1 *L'archetipo dell'individuo razionale e del consumatore responsabile tra codice civile, Testo Unico bancario e codice del consumo*

Pensando alla vulnerabilità nel sistema del codice civile, viene in mente l'istituto della rescissione per lesione *ultra dimidium*. Come la letteratura giuridica ha evidenziato da tempo, l'art. 1448 c.c. non persegue la finalità di proteggere il contraente debole in quanto tale, dal momento che non corregge il rapporto tra il valore della prestazione e della contro-prestazione. Al contrario, questa disposizione prende atto che vi è un contraente forte e uno debole, che l'uno possa approfittare delle condizioni di bisogno dell'altro procurandogli una perdita attuale e persistente, ma pone un limite all'approfittamento consentito, secondo una logica tipica dell'usura reale, dunque per ragioni di ordine pubblico economico<sup>29</sup>.

Gli art. 1341 e 1342 c.c. assecondano la stessa logica rispetto alla contrattazione di massa e ai rapporti di forza che separano i contraenti. L'art. 1341, co.2, c.c., prescrive alla parte non predisponente una sottoscrizione aggiuntiva in calce alla clausola *onerosa* o *vessatoria*, al momento della stipulazione del contratto, dando per certo che la

---

<sup>28</sup> Art. 7, PAD.

<sup>29</sup> L. CORSARO, voce «Rescissione», in *Digesto, Disc. Priv.*, sez. civ., vol. XVI, 1997, 629 ss.

sottoscrizione *ad hoc* crea informazione e, a cascata, consapevolezza degli obblighi che il contraente non predisponente sarà chiamato ad assolvere<sup>30</sup>. Tuttavia, come è stato osservato<sup>31</sup>, se l'intento del legislatore fosse stato quello di «costituire una sorta di statuto del contraente debole contro l'imposizione di regolamenti iniqui», le clausole contrattuali sarebbero state considerate vessatorie in sé, anche se inserite in contratti individualizzati; al contrario, esse sono vessatorie solo se integrano contratti standardizzati. Allora, appare evidente che anche in questo caso la disciplina codicistica si limita a registrare, in sintonia con gli umori del tempo, i rapporti di forza esistenti sul mercato, constatando che vi è una parte forte (predisponente) ed una debole (non predisponente). Quest'ultima, al più, può intavolare una trattativa e cercare di spuntare clausole personalizzate che, ex art. 1342, co. 1, c.c., sono destinate a prevalere sul regolamento standard<sup>32</sup>.

Lo spartito non cambia sensibilmente quando alla disciplina delle condizioni generali di contratto si aggiunge la disciplina sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con le banche, al Titolo VI del Testo Unico Bancario (Tub). Anche in questa sede, il concetto di debolezza contrattuale è declinato secondo il paradigma informazione-consapevolezza-consenso, già utilizzato nel codice

---

<sup>30</sup> Come scrive Cavalli, «La conoscenza (...) rappresenta solo il primo gradino o, se si preferisce, il semplice presupposto di una (libera) volizione, mentre (...) nulla ha a che vedere con giudizi oggettivi di tutelabilità o di meritevolezza degli interessi emergenti dal programma negoziale». G. CAVALLI, *Le clausole vessatorie nei contratti bancari*, in *Le operazioni bancarie*, G. PORTALE (a cura di), I, Milano, 1978, 111.

<sup>31</sup> G. CAVALLI, *op. cit.*, 103 ss.

<sup>32</sup> In alternativa, il contraente non predisponente può cercare un'offerta concorrente: nei fatti questa ricerca è frustrata dalla generale applicazione - tipica di quella fase e di quel mercato - delle norme bancarie uniformi (NBU). Nonostante la disciplina codicistica avesse recepito forme contrattuali socialmente tipiche, le NBU rimasero «la vera legge regolatrice delle operazioni bancarie», al punto da lasciar concludere che la nuova disciplina codicistica «non servì a dare ascolto e seguito agli accorati ed autorevoli inviti di Asquini a 'calmierare' lo strapotere contrattuale delle banche, e ciò perché il numero di disposizioni (dichiarate espressamente) inderogabili fu alquanto esiguo». In questi termini, M. DE POLI, *Il "contratto bancario" tra tutela della liquidità e trasparenza*, in *Riv. dir. civ.*, 2004 (2), 261 ss.

civile<sup>33</sup>: il consumatore<sup>34</sup> è debole perché subisce la divaricazione informativa con l'intermediario. Così, per correggere questo stato di fatto, è sancita la nullità delle clausole di rinvio agli usi ed è disciplinato un meccanismo di etero-integrazione del contratto se l'intermediario applica condizioni (economiche)<sup>35</sup> diverse da quelle pubblicizzate. In questo modo il consumatore non potrà essere colto di sorpresa né da condizioni contrattuali sulle quali non ha sufficientemente riflettuto né dal rinvio agli usi dei quali verosimilmente non ha conoscenza<sup>36</sup>.

Vi è però un elemento di novità rispetto alla disciplina codicistica ed è l'approccio pro-competitivo, che fa del Titolo VI Tub un antesignano dello spirito delle direttive PSD. Infatti, prendendo atto che l'«uniformità degli schemi contrattuali è un dato di fatto difficilmente eliminabile»<sup>37</sup>, la pubblicità promuove la comparazione tra le offerte presenti sul mercato con potenziali ricadute sulla contendibilità dello stesso, al fine di offrire alternative al consumatore, debole e insoddisfatto delle condizioni contrattuali<sup>38</sup>.

L'approccio cambia solo leggermente nel codice del consumo: le clausole vessatorie sono, diversamente dall'ipotesi precedente, le clausole normative che, contrarie alla buona fede (oggettiva), possono

---

<sup>33</sup> F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022 (1), Suppl. n. 3, 2 ss.; E. CATERINI–G. MURGOLO, *La trasparenza bancaria*, in *I contratti delle banche*, E. CAPOBIANCO (a cura di), Torino, 2021, 141; A. NIGRO, *La nuova normativa sulla trasparenza*, in *Dir. banc. fin.*, 1993, 571.

<sup>34</sup> Il Titolo VI Tub fa riferimento al cliente anziché al consumatore, includendo quindi anche i clienti-professionisti.

<sup>35</sup> Sull'interpretazione del termine condizioni molto si è discusso. Nel testo si aderisce alla tesi prevalente: A. NIGRO, *Disciplina di trasparenza delle operazioni bancarie e contenuto delle condizioni contrattuali: note esegetiche*, in *Dir. banc. fin.*, 1998, 511; M. PORZIO, *La disciplina generale dei contratti bancari*, in C. ANGELICI–F. BELLÌ–G.L. GRECO–M. PORZIO–M. RISPOLI FARINA, *I contratti delle banche*, Torino, 2002, 47.

<sup>36</sup> Così, può dirsi che la disciplina promuove il riequilibrio della relazione contrattuale solo in via mediata e riflessa, visto che il Testo Unico non prescrive una soglia minima, al di sotto della quale non si possono spingere le condizioni economiche del contratto. Di questo parere: A. DOLMETTA, *Normativa di trasparenza e ruolo della Banca d'Italia*, in *Dir. banc. fin.*, 1998, 1-29.

<sup>37</sup> In questi termini, E. CAPOBIANCO, *I contratti delle banche: trasparenza ed equilibrio nei rapporti con la clientela*, in *Dir. banc. fin.*, 2002, 198 ss.

<sup>38</sup> A. DOLMETTA, *Normativa di trasparenza e ruolo della Banca d'Italia*, 54; E. MINERVINI, *La trasparenza delle condizioni contrattuali (contratti bancari e contratti con i consumatori)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1997, I, 97 ss.

ingenerare un «significativo squilibrio»<sup>39</sup>. Anche in questo caso la disciplina contempla una nullità di protezione, come nell'ipotesi precedente, che analogamente interviene nella fase di formazione del contratto<sup>40</sup> e presidia un interesse meta-individuale al corretto funzionamento del mercato (interno). Nel caso dei servizi bancari e finanziari, persegue l'interesse «pubblicistico alla stabilità e alla solvibilità del mercato finanziario»<sup>41</sup>.

L'effetto di riequilibrio del rapporto contrattuale sembra estraneo al disegno legislativo se si considera che non soltanto l'accertamento della vessatorietà non concerne la determinazione dell'oggetto del contratto o l'adeguatezza del corrispettivo rispetto al bene o al servizio prodotto ma, in più, il professionista (nel nostro caso, l'intermediario) può ribaltare la presunta vessatorietà della clausola provando che una trattativa è stata svolta. Forse, si potrebbe dire che per le clausole normative indicate nella c.d. lista nera, all'art. 36, co. 1, cod. cons., la disciplina persegue finalità di riequilibrio dal momento che la presunzione di vessatorietà non può essere ribaltata ricorrendo

---

<sup>39</sup> Artt. 33 – 37 bis, Codice del consumo (cod. cons.).

<sup>40</sup> A mo' di conclusione del resoconto, si può dire che attiene sempre all'equilibrio raggiunto in sede di stipulazione del contratto lo *ius variandi*: infatti, il potere di modifica unilaterale ad opera dell'intermediario – potere che è attribuito da una clausola inserita nel contratto e che è considerato come un diritto potestativo dell'intermediario – richiede l'indicazione chiara di un giustificato motivo. L'intermediario può esercitare questo diritto potestativo con almeno due mesi di anticipo rispetto alla data in cui la modifica sarà efficace. Ma, come chiarisce la Banca d'Italia nella delibera n. 197 del 2017, lo *ius variandi* è uno strumento per conservare l'originario equilibrio contrattuale e non per inserire clausole nuove. Analoga disposizione opera anche per lo *ius variandi* dei contratti quadro di servizi di pagamento ex art. 54 PSD2 (cfr.: Art. 126-sexies Tub); nella decisione n. 15627 del 25 giugno 2021, il Collegio di coordinamento accoglie il ricorso del cliente-consumatore argomentando che una proposta di modifica unilaterale può comprendere anche l'introduzione del bonifico istantaneo in aggiunta a quello ordinario SEPA ma deve spiegare chiaramente i maggiori rischi perché l'indicazione del diverso costo non basta a rendere chiaro questo aspetto - per nulla marginale -, disattendendo all'obbligo di corredare la modifica con un coerente “giustificato motivo”. Si segnala un recente studio in argomento: G. ROTONDO, *Ius variandi bancario. Fondamenti teorici e prassi applicativa*, Napoli 2022.

<sup>41</sup> R. LENER, *Le clausole abusive nei contratti del mercato finanziario*, in *I contratti del mercato finanziario*, E. GABRIELLI – R. LENER (a cura di), Torino, 2004, 121 ss.

all'argomento della trattativa, ma solo all'altro dell'equilibrio complessivo dell'operazione economica<sup>42</sup>.

## 2.2 *Quali margini per un ripensamento*

A questo punto del discorso emerge la sostanziale continuità di approccio dell'esperienza giuridica italiana, dal codice civile alle direttive PSD: il modello è rappresentato dal consumatore responsabile, che è debole per definizione perché soffre il divario informativo con il suo interlocutore, generico professionista o intermediario bancario/finanziario<sup>43</sup>. Posta la questione in questi termini, l'informazione può correggere la debolezza perché, se trasmessa in forma intellegibile, consente al consumatore di operare scelte consapevoli, delle quali assume i rischi economici e normativi, a meno che intervengano prevalenti interessi di ordine pubblico economico (ad esempio, la c.d. usura reale del rimedio rescissorio)<sup>44</sup>.

---

<sup>42</sup> L'operazione economica indica «una sequenza unitaria e composita che comprende in sé il regolamento, tutti i comportamenti che con esso si collegano per il conseguimento dei risultati voluti, e la situazione oggettiva nella quale il complesso delle regole e gli altri comportamenti si collocano, poiché anche tale situazione concorre nel definire la rilevanza sostanziale dell'atto di autonomia privata» (*Amplius*, E. GABRIELLI – A. ORESTANO, voce Contratti del consumatore, in *Digesto/sez. civ.*, agg. I, Milano, 2000, 256). Dunque, tenendo conto della natura del bene o del servizio e facendo riferimento alle circostanze esistenti al momento della conclusione del contratto, l'intermediario può provare che l'operazione economica presenta elementi di riequilibrio, nonostante il significativo squilibrio tra le prestazioni che contraddistingue il singolo contratto.

<sup>43</sup> Un'accorta dottrina suggerisce di adottare una «prospettiva dinamica della 'vulnerabilità' da intendersi, cioè, non tanto come debolezza che già si è manifestata (per fattori tanto oggettivi quanto soggettivi) ma, al contrario, come rischio incombente su chiunque di potersi trovare in una situazione di difficoltà». Si rimanda a: G. BERTIDE MARINIS, *La tutela del cliente 'vulnerabile'*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 651.

<sup>44</sup> Dunque, il legislatore prende atto di questa debolezza sistematica e la registra nel quadro giuridico offrendo però a tutti i consumatori (o i clienti, nel Tub) di impugnare con l'azione di nullità (relativa e parziale) il contratto concluso svolgendo *ex post* quelle riflessioni e valutazioni non adeguatamente condotte nella fase preliminare alla prestazione del consenso. Non si fa alcuna differenza in funzione delle singole qualità dei consumatori, avendo riguardo alla loro maggiore o minore capacità di comprensione o abilità alla trattativa perché l'interesse protetto non è

Dunque, se fosse declinato come debolezza contrattuale, il concetto di vulnerabilità avrebbe riguardo al momento della formazione del consenso, con la conseguenza di adattarsi poco e male alle vicende tipiche delle operazioni di pagamento non autorizzate, che danno luogo a fenomeni di *phishing*, *spoofing*, *smishing* o *vishing*<sup>45</sup>. Sono tutti situazioni che possono ricorrere solo in sede di esecuzione del contratto quadro e non attengono alle condizioni economiche e normative dello stesso.

Il divario tra i due termini si accentua considerando che il concetto di debolezza contrattuale<sup>46</sup>, come accolto nel nostro ordinamento, si radica nel modello liberale del consumatore medio che, a sua volta, è oggetto di un profondo ripensamento già da un po' di tempo<sup>47</sup>. Gli studi di economia comportamentale ne hanno sollecitato una “riconcettualizzazione” sul rilievo che l’efficienza stessa del mercato

---

quello del singolo bensì quello meta-individuale di mantenere la fiducia dei consumatori nel buon funzionamento del sistema bancario.

<sup>45</sup> Con il *phishing*, i truffatori inviano via mail alla vittima la richiesta di inserire le proprie credenziali in un sito web che di regola rappresenta il clone di quello dell’intermediario che presta il servizio di conto (banca o altro intermediario). Questa prassi ha due varianti: il *vishing*, quando il *phishing* avviene telefonicamente, e lo *smishing*, quando il *phishing* avviene tramite sms. La Relazione 2022 dell’ABF introduce il fenomeno dello *spoofing*, con il quale «i truffatori camuffano la provenienza della e-mail, dell’SMS o della telefonata in modo che il mittente sembri l’intermediario, e il *man in the browser*, un software malevolo (malware) che si interpone tra il computer della vittima e il sistema della banca». ABF, *Relazione sull’attività dell’Arbitro Bancario Finanziario. Anno 2022*, 58 s., disponibile su [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it)

<sup>46</sup> Questa distinzione è accolta anche da C. RIEFA, *Protecting vulnerable consumers in the Digital Single Market*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2022, 607, in un recente studio sulla vulnerabilità del consumatore di servizi digitali in generale.

<sup>47</sup> L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore vulnerabile nell’era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 8 ss., ha evidenziato che «... proprio i contributi che fondano il loro approccio alla regolazione sulla razionalità limitata degli individui e quindi rivolgono la loro attenzione al consumatore-utente ‘reale’ gettano una luce diversa sulla nozione di asimmetria informativa e sui suoi effetti sui soggetti coinvolti nelle contrattazioni» (pagina 21). Si segnala anche l’ordinanza del Consiglio di Stato n. 8650 del 2022 con la quale è sollevato un rinvio pregiudiziale alla Corte di giustizia proprio sul concetto di consumatore medio. Per un primo commento, si rinvia a: A. MAGLIARI, *Consumatore medio, razionalità limitata e regolazione di mercato*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2023, 374.

postuli un approccio aderente alla realtà e, dunque, un approccio che prenda in esame i pregiudizi che guidano le scelte di consumo, sia in termini di sopravvalutazione che di sottovalutazione delle proprie capacità<sup>48</sup>.

Forse è più corretto scrivere che è l'intera filosofia del mercato interno ad essere sollecitata ad operare una scelta più chiara sul proprio modello di giustizia sociale. Quando con la programmazione 2002-2006 il passaggio da un'armonizzazione minima ad una piena ha lasciato margini di manovra risibili agli Stati membri nel processo di trasposizione del diritto europeo, la scelta del modello di giustizia sociale è stata interamente rimessa all'Unione<sup>49</sup>. Da questa premessa muove il ragionamento proposto da Hans Micklitz: proprio la scelta dell'armonizzazione piena privilegia il modello di *access justice*, secondo il quale non basta che i consumatori abbiano la possibilità *teorica* di partecipare alle dinamiche del mercato unico; al contrario, è compito del sistema giuridico europeo trasformare la possibilità teorica in occasione concreta eliminando le barriere che rendono difficile o frustrano in qualche modo la partecipazione. In altri termini, se i consumatori sono tutelati nella misura in cui il mercato interno funziona e offre loro una più ampia scelta di beni, servizi ed occasioni di lavoro, allora, sembra irragionevole ignorare quei consumatori che non sono in grado di esercitare le libertà fondamentali o comunque di beneficiare dei vantaggi offerti dal processo di liberalizzazione.

Si rafforza così l'idea che la vulnerabilità non si risolve nella debolezza contrattuale ma non se ne chiarisce la valenza giuridica. Allo scopo, il primo ambito di confronto è rappresentato dal diritto positivo. Vengono in esame la direttiva sulle pratiche commerciali sleali<sup>50</sup> e la direttiva PAD, che svolgono un ruolo complementare rispetto alla

---

<sup>48</sup> Per tutti, R.H. THALER, *Behavioural economics: past, present, and future*, in *The American Economics Review*, July 2016, vol. 106 /7), 1577. V., anche, HANS-W. MICKLITZ, *The transformation of private law through competition*, in *Eur. Law J.*, 2016, 627-643; Per una suggestiva lettura nel contesto nordamericano, si rinvia a: M. NEIL BROWNE ET AL, *Protecting consumers from themselves: consumer law and the vulnerable consumer*, in *Drake Law Review*, 2015, 157.

<sup>49</sup> HANS-W. MICKLITZ, *Social justice and access justice in private law*, 21 ss.

<sup>50</sup> Direttiva n. 29 del 2005 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 maggio 2005, sulle pratiche commerciali sleali, in G.U.C.E. L 149 dell'11 giugno 2005 (versione consolidata pubblicata in G.U.C.E. L/29 del 28 maggio 2022).

PSD2 (e prima ancora alla PSD1)<sup>51</sup>; entrambe utilizzano la nozione di *consumatore vulnerabile* ricorrendo ad un approccio identitario ma con accezioni differenti<sup>52</sup>.

La disciplina sulle pratiche commerciali sleali dispone che i comportamenti omissivi o commissivi sono tali se «possono falsare in misura rilevante il comportamento economico solo di un gruppo di consumatori chiaramente individuabile, particolarmente vulnerabili alla pratica o al prodotto cui essa si riferisce a motivo della loro infermità mentale o fisica, della loro età o ingenuità, in un modo che il professionista può ragionevolmente prevedere sono valutate nell'ottica del membro medio di tale gruppo»<sup>53</sup>. Quindi, si presume vulnerabile quel consumatore che appartiene ad uno dei gruppi indicati e lo standard di valutazione è rappresentato dal consumatore medio all'interno del gruppo di riferimento: l'«equilibrio tra le esigenze di protezione dell'impresa e le esigenze di protezione del consumo (...) viene raggiunto compensando la minore estensione dell'onere di diligenza del consumatore vulnerabile con la maggiore estensione dell'onere di diligenza professionale»<sup>54</sup>.

Nella direttiva PAD il gruppo di consumatori vulnerabili è rappresentato dai meno abbienti e, per antonomasia, dai migranti e dai richiedenti asilo che hanno diritto di accedere ad un conto di pagamento di base a condizioni più favorevoli o gratuitamente. La problematicità e l'importanza di questa ipotesi è chiara nell'*opinion* dell'Autorità Bancaria Europea (ABE) che, consapevole del rischio di sanzioni al quale sono esposti gli intermediari nella disciplina antiriciclaggio, sollecita la ricerca di un *escamotage*, come di un *trade-off* tra inclusione finanziaria ed affidabilità del sistema finanziario. Ad esempio, l'ABE

---

<sup>51</sup> Lo stretto collegamento sistematico tra la direttiva PAD e la PSD2 (a quei tempi PSD1) è rilanciato dalla Corte di giustizia dell'UE, nella causa C-191/17, a tenore della quale «Al considerando 14 della direttiva sui conti di pagamento viene precisato anche che le definizioni che figurano in quest'ultima dovrebbero essere, nei limiti del possibile, allineate a quelle contenute in altri atti normativi dell'Unione, in particolare a quelle contenute nella direttiva sui servizi di pagamento» (paragrafo 26). Al contrario è diretto il collegamento tra la direttiva PSD2 e la direttiva sulle pratiche commerciali sleali, visto che la prima al considerando (55) PSD2.

<sup>52</sup> Artt. 33-37 bis, cod. cons.; Artt. 126-decies – 126-quaterdecies, Tub.

<sup>53</sup> Art. 5, co. 3, Direttiva sulle pratiche commerciali sleali; Art. 20, co. 3, cod. cons.

<sup>54</sup> A. BARBA, *Capacità del consumatore e funzionamento del mercato. Valutazione e divieto delle pratiche commerciali*, Torino, 2021, 542 ss.



suggerisce di concludere un contratto di conto di pagamento-base con i richiedenti asilo ma con una serie di cautele, come non offrire scoperti in conto o porre un tetto alle operazioni di pagamento nell'Unione così come a quelle da e verso Stati terzi<sup>55</sup>.

La letteratura che si occupa del tema è incline a generalizzare ora la valenza di consumatore vulnerabile offerta dalla disciplina sulle pratiche commerciali sleali ora l'altra desumibile dalla direttiva PAD<sup>56</sup>. Entrambe le ipotesi interpretative sono interessanti ma, sul piano metodologico, è lo stesso approccio particolaristico ad essere sotto accusa da più parti.

Sembra opportuno segnalare che la Corte europea dei diritti dell'uomo ha manifestato la tendenza a superare la logica identitaria<sup>57</sup>: nella vicenda *V.M. and other v. Belgium*, ad esempio, la Corte evidenzia che i richiedenti asilo rappresentano un gruppo della popolazione particolarmente svantaggiato e vulnerabile, ma altresì considera che essi «may vary in their degree of vulnerability according to their means of subsistence, the type of treatment or persecution of

---

<sup>55</sup> EBA, Opinion of the European Banking Authority on the application of customer due diligence measures to customers who are asylum seekers from higher-risk third countries or territories, 12 April 2016.

<sup>56</sup> Alla direttiva PAD si richiama: G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 20 ss. Più ricorrente è la scelta di privilegiare il criterio dell'anzianità per individuare i più vulnerabili. In questo senso: M.C. PAGLIETTI – M. RABITTI, *A matter of time. Digital financial consumers' vulnerability in the retail payments market*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2022, 582 ss.; M.C. PAGLIETTI, *The vulnerable digital payment systems consumer. A new normative standard?*, in *Competition and payment services*, V. PROFETA (a cura di), Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale, Banca d'Italia: Roma, 2022, n. 93, 29 ss.

<sup>57</sup> Sul rischio di stereotipizzazione e le tendenze della Corte europea dei diritti dell'uomo, v., E. DICIOTTI, *La vulnerabilità nelle sentenze della Corte europea dei diritti dell'uomo*, in *Ars interpretandi*, 2018 82), 13. V., anche, S. RANCHORDAS – M. BECK, *Vulnerability*, in *Handbook on digital criminology*, M. KAUFMANN – M. LOMELL (a cura di), Berlino 2024 (in corso di stampa). È stato convincentemente osservato che «(...) una disposizione che si limita a menzionare alcune categorie non altre risulterebbe arbitraria, in quanto non fondata su nessun criterio sostanziale se non quello del rispetto del principio democratico», con il rischio di sovra-inclusione, perché potrebbero essere qualificati come vulnerabili soggetti che, in relazione alle circostanze, non dovrebbero essere considerati tali. Sul punto si rimanda a: R. CHENAL, *La definizione della nozione di vulnerabilità e la tutela dei diritti fondamentali*, in *Ars interpretandi*, 2018, 35 ss.

which they have been or are liable to be victims, their age, their family situation or their state of health or their disability. As rightly pointed out by Judge Sajó in his dissenting opinion in *M.S.S. v. Belgium and Greece*, ‘although many asylum-seekers are vulnerable persons, they cannot be unconditionally considered as a particularly vulnerable group ... Asylum-seekers are far from being homogeneous, if such a group exists at all’<sup>58</sup>.

Del resto, sul piano della teoria generale del diritto, il tentativo di superare l’approccio demografico è sollecitato dalla tesi della vulnerabilità universale, a tenore della quale la vulnerabilità interessa tutti perché consustanziale alla natura dell’essere umano. Se – si scrive - nel corso della vita il corpo cambia, in positivo e in negativo, in termini di benessere fisico e sociale, questi cambiamenti influenzano le relazioni sociali e istituzionali che il singolo intesse al pari delle responsabilità dello Stato nei suoi confronti<sup>59</sup>.

L’entusiasmo che questo modello di vulnerabilità può suscitare si scontra con una preoccupazione: l’approccio può alimentare una forte incertezza giuridica (*tutti vulnerabili, nessuno vulnerabile*), così come può aumentare i costi della produzione – e quindi dell’utilizzo – dei servizi di pagamento. Sembra difficile negare che, dando spazio alla

---

<sup>58</sup> C. Dir. Uomo, 17 novembre 2016, *V.M. and Others v. Belgium*, n. 60125/11, § 6. La dottrina che si è occupata dell’argomento ha evidenziato come, sempre più spesso nell’esperienza della Corte, «i soggetti appartenenti alle diverse categorie vulnerabili non risultano (...) intrinsecamente vulnerabili, ma lo possono diventare in ragione della loro storica esposizione alla discriminazione e all’esclusione. Non è dunque possibile presumere la vulnerabilità, ma secondo il giudice di Strasburgo quest’ultima va accertata caso per caso». Cfm., M.G. BERNARDINI, *Vulnerabilità e disabilità a Strasburgo: il “vulnerable group approach” in pratica*, in *Ars interpretandi*, 2018, , 77 ss. In questi termini anche: E. PARIOTTI, *Vulnerabilità ontologica e linguaggio dei diritti*, in *Ars interpretandi*, 2019 (2), 155 ss.; L. CORSO, *Vulnerabilità, giudizio di costituzionalità e sentimentalismo*, in *Ars interpretandi*, 2018, 57; M.G. BERNARDINI, *Status prospettive di una categoria (giuridicamente) controversa*, in *Rivista di filosofia del diritto*, 2017, 365.

<sup>59</sup> Questo approccio alla vulnerabilità è proposto da Martha Albertson Fineman (M. ALBERTSON FINEMAN, *The significance of understanding vulnerability: ensuring individual and collective well-being*, in *Int. J. Semiotic L.*, 2023, 1371 – 1383) che nel chiarirne la portata scrive: «Vulnerability should be understood as universal, originating in the empirical and material realities of the ontological body, and developed conceptually as a ‘term of art’ with a specific, precise, and inclusive meaning».

vulnerabilità tecnologica, aumenti il rischio di un comportamento opportunistico del consumatore. Così si ripropone la domanda iniziale: il prestatore di servizi di pagamento deve sollevare il consumatore da questo rischio/costo?

Si può dire che, come in altri segmenti di mercato, è compito del prestatore di servizi di pagamento intercettare i bisogni del consumatore, anche in termini di aspettative di sicurezza digitale. Allora, sarà necessario stabilire se, nella relazione con i consumatori tecnologicamente vulnerabili, l'applicazione di un più rigoroso standard di informazione, sicurezza e assistenza, sia imposto all'intermediario o lasciato alla sua scelta.

### 3. *La vulnerabilità e l'approccio di private enforcement*

Dall'analisi è emerso finora che la *vulnerabilità* non può essere considerata sinonimo di *debolezza* contrattuale perché nel quadro giuridico – dal codice civile, al Tub, al codice del consumo – la *debolezza* attiene alla corretta formazione del consenso, dunque è strettamente collegata al momento della stipulazione del contratto o alle eventuali modifiche del regolamento contrattuale introdotte con l'esercizio dello *ius variandi*. Al contrario, le operazioni di pagamento non autorizzate sono situazioni eventuali che possono sopravvenire durante l'attuazione del rapporto contrattuale, ponendo un problema che travalica l'intellegibilità delle condizioni economiche e normative del contratto stesso. Infatti, la situazione di *vulnerabilità* tecnologica è creata dal rischio insito in questo tipo di servizi che, nell'approccio privilegiato nel presente scritto, non riguarda l'una o l'altra categoria di consumatori (gli anziani anziché i giovani), ma può coinvolgere chiunque non abbia la giusta attenzione, familiarità o cautela, con la *rete (Internet)*. Visto che il rischio di operazioni fraudolente può essere ridotto ma mai azzerato, il problema è stabilire chi sostiene il costo ad esso associato, secondo le coordinate giuridiche attuali<sup>60</sup>.

---

<sup>60</sup> Sembra opportuno chiarire che le conclusioni raggiunte in merito all'allocazione del rischio da vulnerabilità tecnologica potrebbero essere riviste quando si concluderà l'iter di revisione della direttiva PSD2, recentemente iniziato con la pubblicazione di due proposte legislative – un'ipotetica PSD3 e un regolamento sui servizi di pagamento nel mercato interno – che per ora sono ancora in una fase iniziale. Cfr: COM (2023) 366 e COM (2023) 367.

Adottando una prospettiva di *private enforcement*, la vulnerabilità del consumatore si presenta come un problema tutto interno al rapporto contrattuale tra prestatore e utente del servizio, che può determinare il rimborso dell'intera somma di denaro addebitata in conto<sup>61</sup>.

Secondo una recente pronuncia della Cassazione, la responsabilità della banca per frodi informatiche ha, in base al combinato disposto degli artt. 1218 e 1176 c.c., «natura tecnica e deve valutarsi tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento, assumendo come parametro la figura dell'accorto banchiere». Questo implica, secondo la Corte, che «la diligenza esigibile dal professionista o dall'imprenditore, nell'adempimento delle obbligazioni assunte nell'esercizio dell'attività, ha contenuto tanto maggiore quanto più è specialistica e professionale la prestazione richiesta». Si dovrà tener conto delle «circostanze concrete del caso, con adeguato sforzo tecnico e con impiego delle energie e dei mezzi normalmente e obiettivamente necessari o utili all'adempimento della prestazione dovuta e al soddisfacimento dell'interesse creditorio, nonché ad evitare possibili effetti dannosi». In questo quadro, la responsabilità contrattuale del professionista incontra un limite nei comportamenti dolosi del titolare del conto o, anche, in «comportamenti talmente incauti da non poter essere fronteggiati in anticipo»<sup>62</sup>.

La linea interpretativa declinata dalla giurisprudenza di legittimità non offre però un argomento sicuro per includere la vulnerabilità tecnologica nel rischio d'impresa. Resta ancora qualche interrogativo aperto. Ad esempio, non è chiaro se il riferimento della Corte alle *circostanze concrete del caso* prescriva al prestatore di servizi di pagamento lo svolgimento di un'indagine preliminare sul livello di

---

<sup>61</sup> Tra i contributi più recenti in argomento si segnalano: G. BASTIANELLI, *Contratto di conto corrente – La diligenza del correntista nell'ipotesi di danno da "ignoto tecnologico"*, in *Nuova giur. comm.*, 2023, 1229; S. CIRELLI, *Utilizzo non autorizzato dello strumento di pagamento e responsabilità della banca*, in *Giur. Comm.*, 2022, II, 438; G. STELLA, *I prelievi bancari disconosciuti dal cliente nelle decisioni della giurisprudenza ordinaria*, in *Resp. civ. prev.*, 2022, 2056; U. MINNECI, *Pagamenti elettronici non autorizzati: la tutela del cliente alla luce degli orientamenti ABF*, in *Giur. Comm.*, 2022, 1052; A. DALMARTELLO, *Il sistema europeo dei servizi di pagamento e i pagamenti anonimi "contactless"*, in *Nuova giur. comm.*, 2021, 837. Per una trattazione più organica dell'argomento, si rimanda a: F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano 2020.

<sup>62</sup> Cass., 20 maggio 2022, n. 16417.

dimestichezza informatica che il consumatore presenta o, ancora, se il riferimento all'*adeguato sforzo tecnico* suggerisca che il professionista predisponga dei presidi diversi e ulteriori rispetto a quelli già contemplati dalla disciplina europea e dalla normativa di recepimento. Orbene, per valutare l'opzione del *private enforcement*, sembra opportuno darle una più precisa cornice giuridica.

Il processo di armonizzazione dei pagamenti al dettaglio nel mercato interno ha promosso la bipartizione tra il contratto quadro e il contratto per singole operazioni di pagamento<sup>63</sup> ma, nell'economia di questo lavoro, interessa un particolare tipo di contratto quadro, precisamente quello regolato in conto corrente<sup>64</sup>. Limitatamente all'esecuzione di operazioni di pagamento con gli strumenti contemplati dalla direttiva PSD2, si applica la disciplina degli obblighi e delle responsabilità di cui al Titolo IV PSD2, poi trasposte nel Capo II del d.lgs. n. 11/2010<sup>65</sup>.

Il quadro normativo può essere sintetizzato nei seguenti termini<sup>66</sup>: il consenso (all'esecuzione dell'operazione di pagamento) può essere dato direttamente dal pagatore, il cui conto sarà addebitato, ovvero con la collaborazione del beneficiario o, ancora, indirettamente dal beneficiario o da un prestatore di servizi di disposizione di ordini di pagamento. Se il pagatore nega di aver dato il proprio consenso all'operazione, può esercitare il diritto alla rettifica entro tredici mesi

---

<sup>63</sup> Si desume dalla definizione del contratto quadro che il contratto per singole operazioni di pagamento è concluso o per versare, o per prelevare o per trasferire fondi.

<sup>64</sup> Sul contratto bancario di conto corrente, consta un'ampia letteratura. Si rinvia ai seguenti titoli anche per l'ampio corredo bibliografico: N. SALANITRO, voce «Conto corrente bancario», in *Digesto Comm.*, 1989, 1 ss.; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, in *Il Comm. Schlesinger*, Milano, 1992; M. PORZIO, *Il conto corrente bancario*, in C. ANGELICI – F. BELLI – G.L. GRECO – M. PORZIO – M. RISPOLI FARINA, *I contratti delle banche*, Torino 2002, 129 ss. Sul confronto tra conto di pagamento degli istituti di pagamento e conto corrente bancario, si rinvia a: V. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, 859.

<sup>65</sup> Art. 126-bis, co. 2, Tub, dispone che, ai soli fini della trasparenza contrattuale e della disciplina sui diritti e gli obblighi delle parti, l'attività di emissione (e rimborso) di moneta elettronica è considerata un servizio di pagamento, nonostante non sia contemplata nell'elencazione all'art. 1, co. 1, h.septies.1), Tub (che riproduce l'elencazione all'Allegato I della direttiva PSD2). Quindi, nell'economia della presente indagine, assume rilevanza anche il contratto di moneta elettronica.

<sup>66</sup> Per tutti si rinvia a: F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, 130 ss.

dalla data dell'addebito, limitandosi a contestare l'operazione; allora, l'intermediario è tenuto a rimborsare la somma di denaro «erroneamente» addebitata, «immediatamente» o al massimo entro il giorno lavorativo successivo<sup>67</sup>.

Secondo l'art. 8, d.lgs. n. 11/2010, l'intermediario deve impedire l'accesso improprio alle credenziali personalizzate del cliente, astenersi dall'inviare strumenti di pagamento non richiesti, assicurare al cliente le risorse necessarie alla comunicazione di cui all'art. 7<sup>68</sup>, con l'impegno a bloccare tutti gli ordini di pagamento ricevuti dopo la data della comunicazione.

In caso di operazioni di pagamento non autorizzate, l'intermediario può dimostrare di aver usato la diligenza richiesta con riferimento ai seguenti aspetti: (i) l'operazione di pagamento è stata «autenticata, correttamente registrata e contabilizzata»; (ii) non ha subito le conseguenze di un malfunzionamento delle procedure necessarie per la sua esecuzione o altri inconvenienti; (iii) il cliente ha tenuto un comportamento fraudolento o gravemente colposo. Se la tracciatura informatica consente all'intermediario di soddisfare i primi due punti, non soccorre per il terzo: in questo caso deve offrire la prova positiva della frode o della colpa grave, eventualmente tramite presunzioni gravi, precise e concordanti; qualora non ne fosse in grado, sarebbe considerato (definitivamente) responsabile per l'esecuzione di operazioni di pagamento non autorizzate<sup>69</sup>.

Le coordinate giuridiche presentate finora permettono di operare qualche precisazione sul regime di responsabilità del prestatore di servizi di pagamento per le operazioni di pagamento non autorizzate: si è in presenza di una responsabilità presunta anziché oggettiva giacché

---

<sup>67</sup> Cfm: Art. 11, co. 1, d.lgs. 11/2010. L'utilizzazione di uno strumento di pagamento registrato non è *di per sé* sufficiente a dimostrare che l'operazione di pagamento sia stata autorizzata dal pagatore, che questi abbia agito in modo fraudolento o ancora che abbia dolosamente o con colpa grave adempiuto ai suoi obblighi. Cfm., Art. 12, d.lgs. 11/2010.

<sup>68</sup> L'art. 7, d.lgs. n. 11/2010, dispone che il cliente utilizza lo strumento di pagamento e le credenziali personalizzate in aderenza ai termini e alle condizioni del contratto quadro, ne notifica «senza indugio» al prestatore di servizi di pagamento - o ad altri da questi indicato - lo smarrimento, il furto, l'appropriazione indebita o l'uso non autorizzato delle medesime, «non appena ne viene a conoscenza».

<sup>69</sup> In questi termini, il Collegio di coordinamento ABF, decisione n. 22745, del 10 ottobre 2019.

è consentita la prova contraria; non sono prescritti obblighi di comportamento, amministrativamente sanzionati, che impongono la verifica dell'adeguatezza dello strumento o del servizio di pagamento offerto alla destinatezza informatica del cliente; consta un'inversione dell'onere della prova dal cliente (che disconosce l'operazione) all'intermediario.

A questo punto il dovere di protezione dell'intermediario verso il titolare del conto potrebbe dilatarsi fino a sollevare il consumatore da qualsiasi minaccia informatica. Non sembra questo, però, l'approccio coerente con lo spirito della direttiva PSD2 (come della PSD1) che, anche riguardo agli obblighi di informazione, responsabilizza il consumatore. Del resto, attribuire un ruolo passivo al consumatore non appare in sintonia con l'interpretazione costituzionalmente orientata degli artt. 1175 e 1375 c.c., a tenore della quale lo svolgimento del rapporto contrattuale secondo buona fede prescrive, in attuazione del principio di solidarietà, l'obbligo di cooperazione reciproca delle parti<sup>70</sup>.

Questo vuol dire, ribaltando l'intero discorso sul contratto in esame, che il cliente sarà tenuto non soltanto a quanto espressamente stabilito all'art. 7 ma anche al monitoraggio delle operazioni eseguite in conto corrente, nonché al rispetto delle precauzioni basilari – quello che si potrebbe definire una posologia dello strumento di pagamento - per far fronte alle minacce ormai acquisite alla cultura dei pagamenti, nel contesto di riferimento. Infatti, la negligenza (o colpa grave) è associata ad un comportamento che «appaia abnorme ed inescusabile», non semplicemente imprudente<sup>71</sup>. D'altro canto, sempre in virtù del criterio

---

<sup>70</sup> Secondo la Cass., l'impegno solidaristico trova il «suo limite precipuo unicamente nell'interesse proprio del soggetto, tenuto, pertanto, al compimento di tutti gli atti giuridici e/o materiali che si rendano necessari alla salvaguardia dell'interesse della controparte» ma, pur sempre, «nella misura in cui essi non comportino un apprezzabile sacrificio a suo carico». Cfm: Cass., 30 luglio 2004, n. 14605.

<sup>71</sup> Cfr.: A. Milano, 14 dicembre 2022, n. 3940. In questo procedimento, i legali della correntista avevano avanzato la tesi, coerente con le dichiarazioni del consulente tecnico d'ufficio, che fosse «ravvisabile in capo a F. non una scarsa diligenza, quanto piuttosto una poca confidenza con l'utilizzo di Internet le procedure da svolgere, avendo la correntista utilizzato il servizio di home banking solo raramente». Questa argomentazione non è stata accolta dalla Corte che, preso atto dei quattro file log depositati dall'intermediario appellante, attraverso i quali sono state ricostruite le

della buona fede costituzionalmente orientata, l'intermediario è tenuto non soltanto all'osservanza degli obblighi di cui all'art. 8, d.lgs. 11/2010 o all'utilizzo del meccanismo dell'autenticazione forte<sup>72</sup>, ma anche ad usare la professionalità dell'*accorto banchiere*. Questo vorrà dire seguire i presidi di sicurezza che – secondo le conoscenze tecniche e scientifiche del tempo – sono considerati basilari, anche se non legislativamente istituzionalizzati, come l'SMS alert, ma vorrà anche dire interpretare gli elementi di fatto coerentemente con la cultura professionale dell'epoca, ad esempio considerando sette richieste di autorizzazione ravvicinate in una stessa giornata come segnale di un comportamento fraudolento (bloccando lo strumento di pagamento)<sup>73</sup>.

Se si conviene su questo punto, è ragionevole ridimensionare la portata dell'espressione *adottare i presidi più evoluti*, utilizzata dalla Corte di Cassazione nella sentenza richiamata all'inizio di questo paragrafo<sup>74</sup>. Dunque, al prestatore di servizi di pagamento non è prescritto di investire in ricerca e sviluppo per fronteggiare la continua evoluzione dei comportamenti fraudolenti. Se decidesse di farlo, sarebbe una scelta di competitività. In questo senso, il quadro giuridico attuale appare in sintonia con l'esperienza dei titoli bancari di pagamento. Infatti, la giurisprudenza di legittimità si esprime nel senso che «Nel caso di pagamento, da parte di una banca, di un assegno con

---

modalità secondo le quali sono avvenuti gli accessi abusivi al conto corrente e sono stati impartiti gli ordini, conclude per la *colpevole incredulità* rispetto a delle forme di inganno telematico e telefonico note anche ai consumatori meno esperti. Trib. Milano, sez. VI, 2 febbraio 2023, n. 847; Trib. Venezia, sez. I, 17 maggio 2022, n. 914, Trib. Firenze, sez. III, 24 maggio 2022; Trib. Verona, sez. III, 10 gennaio 2022, nonché la sentenza della Cass., ord. 15 maggio 2023, n. 13204. Anche il Collegio di coordinamento nella decisione n.6168 del 2013 – più volte richiamata negli anni successivi – ha concluso che la prova della colpa grave non può essere offerta dimostrando «una condotta del cliente contraria ai presidi minimi di attenzione normalmente richiesti ai consociati laddove usino strumenti di pagamento», bensì provando «un comportamento abnorme e, in quanto tale, non scusabile»: Coll. Coord. ABF, dec. 29 novembre 2013, n. 6168.

<sup>72</sup> V., Artt. 1, lett. q-bis), Art. 10-bis, Art. 12, co. 2-bis, d.lgs. n. 11/2010. in caso di inottemperanza a questo obbligo, sarà tenuto a rimborsare il pagatore per le operazioni di pagamento non autorizzate, con il solo limite del comportamento fraudolento.

<sup>73</sup> Art. 6, co. 1, d.lgs. n. 11/2010.

<sup>74</sup> Per una conferma degli esempi fatti, si rimanda a: Coll. Coord., decisione 6 novembre 2019, n. 24366.



sottoscrizione apocrifa, l'ente creditizio può essere ritenuto responsabile non a fronte della mera alterazione del titolo, ma solo nei casi in cui una tale alterazione sia rilevabile *ictu oculi*, in base alle conoscenze del bancario medio, il quale non è tenuto a disporre di particolari attrezzature strumentali o chimiche per rilevare la falsificazione, né è tenuto a mostrare le qualità di un esperto grafologo»<sup>75</sup>.

Orbene, già nel vigore della legge bancaria, lo standard di diligenza sembra prescindere dalle caratteristiche del consumatore. La conclusione appare coerente con l'inquadramento sistematico del c/c bancario come una fattispecie ibrida: un appalto di servizi contraddistinto da un'obbligazione di mezzi dell'intermediario in ragione del rinvio alle regole del mandato nell'art. 1856 c.c., limitatamente all'esecuzione degli incarichi di pagamento. Questa dottrina coerentemente sostiene che «(...) il comportamento diligente della banca è quello inteso a predisporre l'organizzazione adeguata allo svolgimento degli incarichi di pagamento in modo conforme alla specifica professionalità imprenditoriale del banchiere; in particolare, posto il carattere di massa del servizio, l'adeguatezza si misura in termini di idoneità delle procedure standard al fine del trasferimento delle somme di denaro»<sup>76</sup>.

D'altronde, se fosse conferita rilevanza alla vulnerabilità tecnologica, facendo leva sul concetto di gravità del comportamento colposo del pagatore, si consentirebbe al pagatore di aggirare il meccanismo e i termini per l'esercizio del diritto di rettifica, il che si scontra con la natura dell'armonizzazione piena. Infatti, la Corte di giustizia ha statuito e ribadito che «(...) il regime armonizzato di responsabilità per le operazioni non autorizzate o effettuate in modo inesatto stabilito dalla direttiva 2007/64 può coesistere con un regime alternativo di responsabilità previsto dal diritto nazionale basato sugli stessi fatti e sullo stesso fondamento solo a condizione che non sia

---

<sup>75</sup> Cfm: Cass., 19 giugno 2018, n. 16178.

<sup>76</sup> V. SANTORO, *Il conto corrente bancario. Artt. 1852-1857*, 162. Questa dottrina sostiene, appunto, che la banca «mette a disposizione del cliente la propria organizzazione affinché questi possa conseguire il risultato utile del trasferimento del denaro da un luogo all'altro e/o da un soggetto all'altro, ma tale risultato non assicura».

pregiudicato il regime in tal modo armonizzato e che non siano compromessi gli obiettivi e l'effetto utile di detta direttiva»<sup>77</sup>.

#### 4. Conclusioni: l'opzione di public enforcement

Tirando le fila del discorso, sembra opportuno ripercorrere i passaggi-chiave dell'analisi svolta. Questo lavoro si è proposto di esaminare il concetto di *vulnerabilità* del consumatore al rischio di operazioni di pagamento fraudolente – definita in questa sede come vulnerabilità tecnologica –. Il punto sta nel comprendere se questo concetto è riconducibile all'altro di *debolezza* contrattuale, al quale tradizionalmente si ricorre nella costruzione della posizione del contraente non predisponente nel sistema del codice civile, del Tub e del codice del consumo. Una volta appurata la distinta valenza giuridica, l'analisi ha optato per il superamento di un approccio identitario e particolaristico al consumatore vulnerabile, per privilegiare quello universalistico che, accompagnando alla presunzione (di vulnerabilità) una verifica casistica, colloca la persona nel contesto delle sue relazioni e si presenta più aderente al principio di solidarietà, costituzionalmente sancito.

A questo punto, il lavoro si è posto un diverso problema: esaminare come il rischio (di frode informatica) e i costi ad esso associati sono distribuiti tra pagatore e prestatore nella prestazione dei servizi di pagamento. Ha concluso che l'interpretazione sistematica dell'art. 8 d.lgs. n. 11/2010 esclude la rilevanza delle qualità del pagatore anche nella valutazione della gravità del comportamento colposo: una maggiore o minore dimestichezza del consumatore per l'uso di dispositivi informatici non rappresenta un argomento sufficiente per valutare con maggiore mitezza la sua negligenza. Con ciò si supera

---

<sup>77</sup> C. Giust. UE, 2 settembre 2021, Causa C-337/20, § 45. Per una più ampia riflessione sul punto, si rimanda a: M.C. PAGLIETTI, *Armonizzazione massima e regole del diritto nazionale nella disciplina dei pagamenti non autorizzati (a proposito della sentenza della Corte di Giustizia UE C-337/20)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 1147. Cfr.: C. Giust. UE, 16 marzo 2023, Causa C-351/21.

l'idea che, allo stato<sup>78</sup>, il quadro giuridico offre elementi per ricorrere a rimedi di *private enforcement*<sup>79</sup>.

Raggiunta questa conclusione, il discorso potrebbe essere chiuso. Si può dire che la vulnerabilità tecnologica non presenta rilevanza giuridica al di fuori delle ipotesi che espressamente la contemplanò, precisamente la disciplina delle pratiche commerciali sleali e l'accesso al conto-base nella direttiva PAD<sup>80</sup>.

Sarebbe questa una scelta fondativa del progetto costituzionale a monte (della moneta), per dirla con Christine Desan<sup>81</sup>. Una scelta del genere, però, appare poco coerente con quel modello di giustizia sociale che l'Unione ha già accolto, secondo la tesi di Hans Micklitz – che questo lavoro segue<sup>82</sup>.

Allora, l'opzione percorribile può essere rappresentata dal c.d. *public enforcement*, che offre strumenti di etero-tutela del consumatore vulnerabile. In altri termini, diviene compito dello Stato - o dell'Unione – farsi carico dei consumatori tecnologicamente vulnerabili di servizi di pagamento attraverso il proprio apparato istituzionale, tenendo fermi i principi del libero mercato e l'approccio pro-concorrenziale che contraddistingue la disciplina europea dei pagamenti.

Questa opzione può sollevare perplessità negli economisti che non considerano la moneta come un bene pubblico<sup>83</sup>, meno nell'analisi giuridica, anche se non è l'inclusione finanziaria non figura tra i compiti della BCE o del Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC). Quando, infatti, si ragiona in termini di sovranità monetaria, è chiaro che lo Stato ha il potere-dovere di battere moneta, stabilire l'unità di conto, salvaguardare la stabilità del poter d'acquisto, presidiare il

---

<sup>78</sup> Sarà importante seguire anche l'esame della proposta di regolamento sull'euro digitale che a più riprese fa riferimento alla tutela delle persone vulnerabili. Cfr.: COM (2023) 369 final; COM(2023) 368 final.

<sup>79</sup> Questa conclusione presenta dei profili di rischio, soprattutto su base transfrontaliera (il c.d. FIN-NET), laddove il sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie bancarie non presenta una struttura chiara ed un funzionamento elementare come, al contrario, accade sul piano nazionale.

<sup>80</sup> Si rinvia al §2.2.

<sup>81</sup> Supra § 1.

<sup>82</sup> Si rimanda al §2.2.

<sup>83</sup> Con riferimento alla posizione di Paul Samuelson, Lawrence White, Stanley Fisher, si rimanda a N. ANTHONY, *Money is not a public good*, disponibile su <https://www.cato.org/blog/money-not-public-good>.

regolare funzionamento del sistema dei pagamenti, giusto per richiamare alcune delle prerogative tradizionalmente riconducibili alla sovranità monetaria<sup>84</sup>.

Allora, la domanda è se la tutela del consumatore vulnerabile o, in altri termini, l'inclusione finanziaria, possa essere parte integrante del ventaglio di poteri-doveri riconducibili al concetto di sovranità monetaria. Al riguardo, si può richiamare la suggestiva tesi della *essentially contested concept* che scandisce la sovranità monetaria di elementi di diritto positivo ed elementi normativo-valoriali, elaborando un concetto di sovranità monetaria di carattere evolutivo, che adatta i suoi contenuti ai tempi, per non disattendere le attese di protezione dei diritti e dei principi condivisi dalla comunità di riferimento<sup>85</sup>.

L'approccio evolutivo puntella la scelta di considerare l'inclusione finanziaria come parte integrante di quel fascio di poteri-doveri che sono riconducibili alla sovranità monetaria. Una scelta di questo segno, del resto, è coerente con la tavola di valori sintetizzata dal modello europeo di *access justice*<sup>86</sup>.

Il diritto derivato offre elementi a sostegno dell'approccio evolutivo richiamato. Nella direttiva PAD, infatti, è attribuito a tutti i consumatori il diritto ad un conto di pagamento nonché il diritto ad un conto con caratteristiche di base che può essere esercitato da chiunque sia legalmente residente nel territorio dell'Unione<sup>87</sup>. Si rafforza così la conclusione che l'inclusività – come il regolare funzionamento - di un

---

<sup>84</sup> R.M. LASTRA, *International financial and monetary law*, 2015, II ed., Oxford, 18.

<sup>85</sup> V., C.D. ZIMMERMANN, *The concept of monetary sovereignty revisited*, in *The European Journal of International Law*, 2013, vol. 24, 797. L'Autore attinge l'*essentially contested concept* dalla filosofia del linguaggio e gli fa gioco per includere nella declinazione di sovranità monetaria anche la tutela della stabilità finanziaria e per indicare nell'Eurozona una forma di *cooperative monetary sovereignty* che rafforza anziché indebolisce la sovranità degli Stati membri.

<sup>86</sup> Supra §2.2.

<sup>87</sup> In altri termini, nella consapevolezza che gli intermediari non avrebbero interesse a prestare questo servizio a certe categorie di persone o comunque non lo presterebbero alle stesse condizioni quali- e quantitative, è imposto un obbligo di servizio universale, anche su base transfrontaliera. V., A. MAZIARZ, *Services of general economic interest: towards common values?*, in *European State Aid Law*, 2016 16(1), 16.

sistema di pagamento è già considerata un *bene pubblico*<sup>88</sup>, mentre il servizio di cassa nella forma del conto corrente o del conto di pagamento) è disciplinato come un servizio di interesse economico generale<sup>89</sup>.

Se si conviene su questa premessa, allora, la direttiva PAD non rappresenta più il perimetro entro il quale circoscrivere ma il punto di partenza dal quale criticamente partire per la costruzione del meccanismo di *public enforcement* del consumatore vulnerabile di servizi di pagamento. Si possono fare due osservazioni al riguardo. Quanto al diritto ad un conto-base di pagamento, la possibilità riconosciuta in sede europea è apparsa più teorica che concreta: la dottrina, infatti, rileva la difficoltà ad applicare in maniera uniforme la clausola di ragionevolezza sottesa ad una serie di disposizioni che nel concreto condizionano l'accesso e rendono possibile il rifiuto al conto-base; il report sull'applicazione della direttiva PAD conferma questi timori<sup>90</sup>. Inoltre, la tesi della vulnerabilità universale o, comunque, il superamento dell'approccio demografico e particolaristico alla vulnerabilità, che questa indagine condivide, evidenzia come l'accesso non basti a tutelare l'interesse a monte del conto corrente (o del conto

---

<sup>88</sup> «Per un verso, lo Stato non può darsi fini sociali oltre la misura in cui ciò comporti una compromissione degli scambi all'interno della Comunità: questa costituisce una prima scelta definitiva in ordine al tipo di organizzazione economica che deve assumere il mercato comunitario e pone un limite al carattere solidaristico dell'organizzazione economica interna (...). Per altro verso, il mercato non può fagocitare certe esigenze sociali, ed è escluso quindi che l'organizzazione economica possa ispirarsi, almeno in questi limitati ambiti, ad un puro liberismo». In questi termini, S. TORRICELLI, *Il mercato dei servizi di pubblica utilità*, Milano, 2007, 238.

<sup>89</sup> Considerando (34) – (48), direttiva PAD. Sulla definizione di servizio di interesse economico generale, si rinvia a: COM (2000) 580 final. In letteratura, la trattazione è molto ampia. Per un primo inquadramento, v., G. NAPOLITANO, *Towards a European legal order for services of general economic interest*, in *European Public Law*, 2005(11), 565. Affronta la questione di servizi bancari come SIEG: J. GÓMEZ-BARROSO – R. MARBÁN-FLORES, *Basic financial services: a new service of general economic interest?*, in *Journal of European Social Policy*, 2013, 332.

<sup>90</sup> J. HOFFMANN, *Implementation of the Payment Accounts Directive*, in *ERA Forum*, 2019, 241. L'Autore adduce come esempio il Regno Unito, nel quale la disciplina di trasposizione della Direttiva consente l'accesso solo a coloro i quali non sono eleggibili per i conti di pagamento "regolari" offerti dall'intermediario interessato. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:52023DC0249>.

di pagamento) come servizio generale. Infatti, nell'attuazione di questo contratto di durata possono manifestarsi fasi di vulnerabilità che, senza assistenza e senza rimedi di *private enforcement* di fatto svuotano il diritto del consumatore a partecipare al sistema dei pagamenti o, più in generale, al sistema finanziario<sup>91</sup>.

Per dare forza e concretezza alla configurazione come servizio di interesse (economico) generale del servizio di cassa offerto con il c/c bancario ovvero con il conto di pagamento, si rendono così necessarie delle misure di carattere organizzativo che riguardano l'intermediario in sé e nella relazione con il consumatore. Allora, si pone il problema di stabilire il quadro giuridico di riferimento.

Si può scegliere di privilegiare l'applicazione di regole poste nell'esercizio della funzione di vigilanza prudenziale, le c.d. *regulatory supervision rules*<sup>92</sup>. Sarebbe così riproposta una situazione simile a quella già sperimentata rispetto alla tutela del cliente di servizi di investimento, con tutti i dubbi di *enforcement* che essa alimenta. La dottrina, infatti, ha esaminato il delicato *spillover* delle *regulatory supervision rules* rispetto alla disciplina, di matrice civilistica, che governa il rapporto contrattuale tra intermediario e cliente, rimarcando la disparità di approccio degli Stati membri al trade-off tra profili pubblicistici e privatistici<sup>93</sup>.

In alternativa – ed è questo il contesto che appare più convincente –, il quadro giuridico di riferimento è rappresentato dalla funzione di sorveglianza dei sistemi di pagamento. Possono essere segnalati tre aspetti che *segnano il passo* rispetto all'ipotesi precedente.

In primo luogo, la funzione di sorveglianza insiste sui sistemi di pagamento e non semplicemente sugli intermediari<sup>94</sup>. I sistemi di pagamento sono accordi stipulati tra prestatori bancari e non bancari di servizi di pagamento con i quali di regola si istituisce un'organizzazione

---

<sup>91</sup> V., § 3.

<sup>92</sup> O. CHEREDNYCHENKO, *Rediscovering the public/private divide in EU private law*, 667.

<sup>93</sup> O. CHEREDNYCHENKO, *Two sides of the same coin: EU financial regulation and private law*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2021, 147.

<sup>94</sup> Il sistema di pagamento è inteso come «sistema di scambio, di compensazione e di regolamento»: un sistema di trasferimento di fondi con meccanismi di funzionamento formali e standardizzati e regole comuni per il trattamento, la compensazione e/o il regolamento di operazioni di pagamento». Cfm.: Art. 1, lett. d), d.lgs. n. 11/2010.

d'impresa per internalizzare le esternalità esibite dagli strumenti di pagamento. Nel quadro giuridico europeo, i sistemi di pagamento rappresentano una cerniera tra il piano pubblicistico e quello privatistico della disciplina dei servizi di pagamento. Infatti, l'esperienza antitrust e la regolazione pro-competitiva riconoscono e disciplinano le ricadute a valle degli accordi costitutivi dei sistemi di pagamento, dunque ammettono che quanto concordato tra gli imprenditori aderenti al sistema possa avere effetti giuridici vincolanti a valle. In altre parole, si assiste al riconoscimento dello *spillover* di regole di organizzazione dei singoli intermediari (ad esempio, la distribuzione e la misura delle tariffe interbancarie per l'utilizzo dei servizi offerti dal sistema di pagamento) nei rapporti di diritto privato che intervengono tra intermediari e clienti, nonché tra pagatore e beneficiario.

In secondo luogo, la funzione di sorveglianza ha una limitazione esclusivamente funzionale e come tale presenta una discreta elasticità. Essa infatti comprende poteri informativi, ispettivi e regolamentari che hanno ad oggetto tutto ciò che è strumentale al passaggio della moneta da un operatore all'altro, in altri termini gli strumenti, le procedure, i circuiti, gli intermediari bancari e non bancari, ma anche il rapporto intermediario-cliente nella misura in cui è riconducibile all'obiettivo (efficienza e affidabilità, tutela dei consumatori)<sup>95</sup>.

Infine, i poteri riconducibili alla funzione di sorveglianza rappresentano patrimonio comune alle banche centrali dell'Eurozona, visto che questa funzione è contemplata nei trattati e nello Statuto del Sistema Europeo delle Banche Centrali, il che potrebbe semplificare il coordinamento nell'esercizio delle rispettive funzioni.

Il discorso è ancora lungo ma, a questo punto, è aperto e non resta che approfondirlo.

---

<sup>95</sup>V., P. MARCHETTI – F. MERUSI – L. PROSPERETTI, *Funzione, estensione, strumenti della sorveglianza sui sistemi di pagamento*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1996, 289.





## **Sfide digitali alla sovranità monetaria. Il ruolo del diritto nella governance del denaro digitale\***

**SOMMARIO:** 1. Introduzione. – 2. Pubblico e privato nella gestione del denaro: tra concorrenza e controllo. – 2.1 Fase 1: concorrenza e instabilità. – 2.2 Fase 2: lo Stato moderno e il controllo del denaro. – 3. Il diritto e la moneta privata – 3.1 Sovranità monetaria e moneta privata. – 3.2 La moneta privata nella finanza moderna: una costruzione giuridica. – 4. La concorrenza monetaria nel 21st secolo: ritorno al futuro. – 4.1 Stablecoins come valuta globale – 4.2 Stablecoins vs CDBC. – 5. Stablecoins: i pericoli della concorrenza monetaria. – 5.1 Stabilità finanziaria. – 5.1.1 Stablecoins e stabilità finanziaria. – 5.1.2 Design del CDBC e stabilità finanziaria. – 5.2 Aree valutarie (digitali) ottimali. – 6. Il ruolo del diritto: efficienza o frammentazione? – 6.1 Regolamentazione della convertibilità. – 6.2 Frammentazione del mercato attraverso la regolamentazione. – 7. Conclusioni.

### *1. Introduzione*

La sovranità monetaria è un elemento essenziale per la concezione moderna di Stato. Questo articolo discute le attuali sfide alla sovranità monetaria legate alla rivoluzione digitale e crittografica, analizzando il ruolo del diritto nel fronteggiare queste sfide.

Nella sua connotazione moderna, il concetto di sovranità è intrinsecamente legato a quello di controllo. Nella sua forma più semplice, uno Stato può essere considerato 'sovrano' solo se ha una forma di controllo sul territorio e sulle persone.<sup>1</sup> Nel corso del tempo, il controllo sul denaro è diventato una componente essenziale della sovranità degli Stati moderni.<sup>2</sup> Lo Stato ha infatti rivendicato il

---

\* Assistant Professor in Law & Economics, University of Amsterdam (UvA); Research Associate, European Banking Institute (EBI). Ringrazio Marco Bodellini, Hilary Allen, Oscar Borgogno, Pedro Magalhães Batista ed Edmund Schuster per il loro feedback e le loro opinion. Questo articolo si rifà in larga parte a Edoardo D Martino, 'Monetary Sovereignty in the Digital Era. The Law & Macroeconomics of Digital Private Money' (2024) 52 Computer Law & Security Review 105909. Sono grato a Melek Redzheb per l'eccezionale assistenza nella fase di ricerca. Gli errori rimanenti sono da attribuirsi unicamente all'autore.

<sup>1</sup> B. JESSOP, State Theory, in *Handbook on Theories of Governance*, C. ANSELL, J. TORFING, (a cura di), 2020, 77.

<sup>2</sup> K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2018, 495.

monopolio della produzione di denaro (pubblico), concedendo lo status di moneta a corso legale solo al denaro pubblico. Ciò significa che nessuno può rifiutare o contestare l'estinzione di un debito se il pagamento viene effettuato con denaro a cui lo Stato garantisce corso legale.<sup>3</sup> In questo contesto, anche altri soggetti possono "produrre" denaro privato. Ad esempio, un'impresa dotata di licenza bancaria può "produrre" denaro sotto forma di depositi assicurati o non assicurati. Tuttavia, questa forma di denaro è sotto il controllo del Sovrano, che ne regola l'emittente – la banca – e sostiene la promessa della banca di rimborsare la somma al depositante con moneta avente corso legale.<sup>4</sup> Pertanto, in prima approssimazione, da un certo punto della storia in avanti, negli Stati moderni, le forme di denaro private non competono con il denaro pubblico; al contrario, integrano ed espandono la base monetaria fornita dallo Stato sovrano.<sup>5</sup>

Questo stato delle cose non è un'invariante storica. Al contrario, per secoli, la concorrenza tra differenti valute è stata la norma, poiché non esisteva un'autorità centrale così potente da emettere una quantità sufficiente di denaro e far rispettare il proprio monopolio.<sup>6</sup> E anche dopo l'istituzione di un tale monopolio, il controllo dello Stato sulla valuta dipende dalla sua capacità di vincolare in modo credibile gli attori privati attivi nel mercato valutario e dalla sua credibilità

---

<sup>3</sup> Per una prospettiva storica sul percorso degli Stati Uniti per stabilire un'unica moneta a corso legale, si veda D. A. MARTIN, *The Evolution of a National Composite Legal Tender Coinage in the United States, 1792-1860*, Syracuse, 1964.

<sup>4</sup> Sul concetto di moneta legale e la sua modernità, si veda, G. L. GRECO, La moneta legale, in *Governance e mercati: studi in onore di Paolo Montalenti*, M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA (a cura di), Torino, 2022.

<sup>5</sup> Si veda, ad esempio, B. M. FRIEDMAN, *Money Supply*, in *Monetary Economics. The New Palgrave Economics Collection*, D. N. DURLAUF e L. BLUME (a cura di), Londra, 2010.

<sup>6</sup> Un esempio tipico è la nascita della Banca di Amsterdam all'inizio del XVII secolo. Prima della nascita della Banca di Amsterdam, la Repubblica olandese era una piccola economia aperta con 800-1.000 monete circolanti diverse. Ogni provincia e molte città avevano zecche ufficiali, mentre zecche private, Stati vicini e falsari offrivano monete concorrenti. La Banca di Amsterdam li superò tutti e dominò il mercato del denaro per quasi due secoli, agendo come finanziatore chiave della cosiddetta *Golden Age* olandese. Si veda, S. QUINN and W. ROBERDS, *The Bank of Amsterdam and the Leap to Central Bank Money*, in *American Economic Review*, 2007, 92.

internazionale.<sup>7</sup> Questo passaggio dalla concorrenza al monopolio valutario ha generato chiari benefici sociali, quali l'aumento della fiducia nel valore della moneta e, di conseguenza, la riduzione del rischio nel sistema finanziario.

Nei sistemi finanziari moderni, la creazione di denaro privato come bene complemento e non in competizione con il denaro pubblico è fondamentale, ma non è innocua. La crisi finanziaria globale del 2008 può essere intesa come un fallimento dello Stato, soprattutto degli Stati Uniti, nel governare la produzione di denaro privato.<sup>8</sup> Tuttavia, in linea di principio, lo Stato può modellare e limitare la produzione di denaro privato attraverso il diritto.<sup>9</sup> D'altra parte, la possibilità di produrre denaro privato affidabile si basa in larga parte sul supporto del diritto a tali forme di denaro.<sup>10</sup>

Oggi sembra che la storia possa ripetersi. Il denaro privato potrebbe non solo integrare, ma sfidare la sovranità monetaria dello Stato. Sebbene la tendenza a ri-privatizzare il denaro sia di lunga data e possa essere fatta risalire alla fine del sistema di Bretton-Wood, i progressi tecnologici degli ultimi due decenni hanno alimentato questo processo. In particolare, l'avvento della tecnologia a registro distribuito – la *blockchain* – e il processo di *'platformisation'* hanno suscitato un rinnovato interesse per la progettazione di denaro non legato a confini geografici, che sfugge al controllo dello Stato.<sup>11</sup>

---

<sup>7</sup> Sugli Stati sovrani che, *de facto*, non hanno sovranità monetaria, si veda K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, cit., 497.

<sup>8</sup> T. ADRIAN and H. S. SHIN, *The Changing Nature of Financial Intermediation and the Financial Crisis of 2007–2009*, in *Annual Review of Economics*, 2010, 603.

<sup>9</sup> A. KRISHNAMURTHY e A. VISSING-JORGENSEN, *The Impact of Treasury Supply on Financial Sector Lending and Stability*, in *Journal of Financial Economics*, 2018, 571. Si veda anche R. CABALLERO, E. FARHI e P. GOURINCHAS, *Safe Asset Scarcity and Aggregate Demand*, in *American Economic Review*, 2016.

<sup>10</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, in *Journal of Comparative Economics*, 2013.

<sup>11</sup> Sulla DLT e sul denaro privato, si veda S. NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. Per considerazioni giuridiche sulla tecnologia blockchain, si veda F. CAPRIGLIONE, *Le crypto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, III. Sulla *platformisation*, si veda O. LOBEL, *The Law of the Platform*, in *Minnesota Law Review*, 2016. Sulle piattaforme e il denaro, si veda V. FERRARI, *The Platformisation of Digital Payments: The Fabrication of Consumer Interest in the EU FinTech Agenda*, in *Computer Law & Security Review*, 2022.

La mente va immediatamente a *Libra*, un progetto lanciato da Facebook e ora ritirato.<sup>12</sup> Più in generale, le *stablecoin* mirano a fornire alternative affidabili e a bassa volatilità al denaro pubblico, soprattutto nell'ambito delle attività economiche gestite sulla *blockchain*. Poiché gli attori privati hanno chiari incentivi a controllare la produzione di denaro, è ragionevole aspettarsi che l'ulteriore progresso tecnologico genererà nuove e più raffinate possibilità di concepire denaro privato concorrente alla valuta pubblica.

Per contrastare questa nuova minaccia, è diffusa la convinzione che lo Stato debba aggiornare il denaro pubblico, offrendo nuovi servizi che sfruttino le stesse opportunità tecnologiche. Pertanto, molte giurisdizioni stanno sperimentando varie forme di *Central Bank Digital Currencies* (CDBC), una nuova forma di denaro digitale pubblico che dovrebbe escludere dal mercato i concorrenti privati.<sup>13</sup> Sebbene le innovazioni nell'area del denaro e dei pagamenti siano da accogliere con favore, l'introduzione della CDBC non è scevra da potenziali costi sociali, ad esempio in termini di gestione dei dati e di stabilità del sistema finanziario.<sup>14</sup>

In questo ambito, il diritto applicabile e i risultati economici sono intrinsecamente interconnessi. Tuttavia, questi due mondi interagiscono raramente nel dibattito accademico. Questo articolo si propone di colmare questa lacuna con specifico riferimento alla sovranità monetaria e alla moneta digitale privata. Basandosi sulle categorie chiave della letteratura finanziaria e macroeconomica, l'articolo analizza i rischi posti dalla concorrenza monetaria nell'era digitale e sottolinea come tali rischi siano, in larga misura, una funzione del quadro giuridico applicabile al denaro pubblico e privato. L'articolo propone poi delle modalità per lo mantenere il controllo dello Stato sul denaro, contrastando e limitando le iniziative che potenti entità private

---

<sup>12</sup> D. ZETZSCHE, R. BUCKLEY e D. ARNER, *Regulating Libra*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2021.

<sup>13</sup> T. FAVARO, *La valuta digitale della Banca Centrale tra funzione monetaria e tutela del risparmio*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, II. Si veda anche F. TRONNIER, M. RECKER e P. HAMM, *Towards Central Bank Digital Currency-A Systematic Literature Review*, in *PACIS 2020 Proceedings*, 2020. Si veda anche F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022.

<sup>14</sup> U. BINDSEIL, *Central Bank Digital Currency: Financial System Implications and Control*, in *International Journal of Political Economy*, 2018.

potrebbero presto lanciare. In particolare, l'articolo propone di regolamentare rigorosamente la convertibilità tra denaro privato e pubblico e di adottare misure che frammentino il mercato valutario privato che, nel contesto digitale, potenzialmente non è legato ad alcun confine geografico.

Prima di procedere, una precisazione è opportuna. Questo articolo non vuole assumere una visione protezionistica, isolando il potere dello Stato per perpetuare lo *status quo*. L'argomento di fondo è che le sfide a uno *status quo* ampiamente insoddisfacente dovrebbero provenire da processi democratici e partecipativi, piuttosto che da entità private che agiscono come *deus ex-machina* promuovendo i propri interessi.

L'articolo procede come segue. Il paragrafo 2 descrive il passaggio dalla concorrenza al monopolio nel controllo del denaro. Nel farlo, fornisce esempi storici e analizza il rapporto tra denaro pubblico e privato una volta stabilito il monopolio. Il paragrafo 3 analizza il diritto del denaro privato. Il paragrafo 4 illustra le caratteristiche della concorrenza monetaria nel ventunesimo secolo, evidenziando le somiglianze e le differenze con i suoi precedenti storici. Il paragrafo 5 mostra i rischi inerenti alla concorrenza monetaria. Il paragrafo 6 propone due approcci normativi non mutuamente esclusivi per contrastare le minacce competitive nel controllo del denaro.

## 2. Pubblico e privato nella gestione del denaro: tra concorrenza e controllo

### 2.1 Fase 1: concorrenza e instabilità

Nella storia, gli esempi di concorrenza tra diverse monete valutarie sono innumerevoli e fornire un resoconto completo dello sviluppo del sistema monetario esula dai confini di questo contributo.<sup>15</sup> Questo paragrafo si concentra quindi sul caso del sistema monetario negli Stati Uniti a partire dalla Guerra Civile Americana, in quanto è paradigmatico degli effetti dirompenti della concorrenza valutaria.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Per una ricostruzione storica sistematica, si veda B. EICHENGREEN, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton, 2019.

<sup>16</sup> Per una panoramica di altri esempi storici rilevanti, si veda W. BOLT, V. LUBBERSEN e P. WIERTS, *Getting the Balance Right: Crypto, Stablecoin e CBDC*, in

Nel periodo precedente alla Guerra Civile Americana, tra il 1830 e il 1863, la produzione di denaro negli Stati Uniti era principalmente privata.<sup>17</sup> Il Governo federale non emetteva cartamoneta e non esisteva un'unica valuta nazionale, ma molti tagli diversi di monete d'argento e d'oro. In questo scenario, le banche emettevano debito sotto forma di "banconote".

Non tutti gli Stati si approcciavano alla produzione di denaro privato allo stesso modo. Diciotto Stati adottarono un sistema di "*free banking*", mentre 15 adottarono un sistema di "*chartered banking*". In modo simile al quadro normativo odierno, in un sistema bancario regolamentato, le banconote potevano essere emesse solo da istituti con una licenza e in conformità con i requisiti regolatori, soprattutto in termini di riserve. Al contrario, nel sistema di "*free banking*", ogni istituto poteva emettere banconote depositando obbligazioni statali presso l'istituzione statale designata a tal fine.<sup>18</sup>

Queste banconote erano obbligazioni perpetue a cedola zero con un'opzione che consentiva al titolare di riscattare alla pari e *in specie* solo presso la banca locale emittente. Tuttavia, le banconote venivano utilizzate come mezzo di pagamento e scambiate, nel mercato secondario, con uno sconto determinato dagli intermediari a seconda della reputazione della banca emittente e della distanza geografica.<sup>19</sup> L'aspetto più problematico di questo sistema di sconto - soprattutto dei sistemi di '*free banking*' - era che il valore delle obbligazioni statali che sostenevano le banconote variava nel tempo, e molti Stati divenivano inadempienti sulle loro obbligazioni.<sup>20</sup>

---

DNB Working Papers, 2022; G. GORTON e J. ZHANG, *Protecting the Sovereign's Money Monopoly*, *University of Michigan Law & Econ Research Paper*, 2022.

<sup>17</sup> W. M. GOUGE, *A Short History of Paper-Money and Banking in the United States: Including an Account of Provincial and Continental Paper-Money. To Which Is Prefixed, An Inquiry Into the Principles of the System*, Philadelphia, 1833, 53.

<sup>18</sup> G. GORTON, *Pricing Free Bank Notes*, in *Journal of Monetary Economics*, 1999.

<sup>19</sup> G. GORTON, *Reputation Formation in Early Bank Note Markets*, in *Journal of Political Economy*, 1996, 353.

<sup>20</sup> G. GORTON, *The Regulation of Private Money*, in *Journal of Money, Credit and Banking*, 2020, 28. Esiste una forte evidenza empirica che dimostra che le banche libere tendevano a fallire quando i prezzi delle obbligazioni a sostegno delle loro banconote, detenute dal tesoriere dello Stato, scendevano. Si veda A. J. ROLNICK e W. E. WEBER, *New Evidence on the Free Banking Era*, in *American Economic Review*, 1983.

In altre parole, il prezzo delle banconote cambiava e quindi il prezzo del "denaro privato" era soggetto a un certo livello di volatilità. In termini finanziari, il tasso di sconto era fissato in modo efficiente dal mercato.<sup>21</sup> Tuttavia, non garantiva l'uniformità e la stabilità del valore del denaro. Questo rendeva il sistema economicamente inefficiente e incline alla 'corsa agli sportelli'.<sup>22</sup>

Un momento cruciale di sviluppo arrivò nel 1863, quando il *National Banking Act* istituì le banche nazionali negli Stati Uniti. La svolta fondamentale fu che queste banche potevano emettere banconote nazionali con valore uniforme in tutti gli Stati Uniti, nella misura in cui queste erano sostenute da obbligazioni del Tesoro degli Stati Uniti.<sup>23</sup>

Tuttavia, il *National Banking Act* non risolse il problema delle corse agli sportelli.<sup>24</sup> L'offerta di titoli del Tesoro americano era infatti limitata e le banche nazionali non volevano impegnare tutte le loro scorte di titoli del Tesoro emettendo banconote. Pertanto, le banconote nazionali erano sotto-emesse e non potevano soddisfare la domanda del mercato, per cui emerse un'altra forma di denaro privato: i depositi a vista sostenuti dalle attività della banca.<sup>25</sup> Così, durante i momenti di panico degli investitori, le destabilizzazioni sul debito bancario si spostarono dalle banconote ai depositi a vista.<sup>26</sup>

Il punto di approdo di questa storia è la creazione della *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), istituita dal *Banking Act* del 1933 per limitare le corse agli sportelli generate dalla Grande Depressione. Il sistema che ne è risultato ha funzionato a lungo, limitando il panico nel sistema bancario statunitense. Tuttavia, gli

---

<sup>21</sup> GORTON, *Pricing Free Bank Notes*, cit.

<sup>22</sup> Per un resoconto più dettagliato, si veda D. AWREY, *Bad Money*, in *Cornell Law Review*, 2020, 11.

<sup>23</sup> Questa misura aveva come obiettivo principale il finanziamento della Guerra Civile dello Stato Federale contro gli Stati Confederati. Si veda G. T MCCANDLESS, *Money, Expectations, and the US Civil War*, in *American Economic Review*, 1996.

<sup>24</sup> Per una sintesi dei panici bancari negli Stati Uniti prima e dopo il *National Banking Act*, si veda C. W CALOMIRIS e G. GORTON, *The Origins of Banking Panics: Models, Facts, and Bank Regulation*, in *Financial markets and financial crises*, R. Hubbard (a cura di), Chicago, 1991.

<sup>25</sup> G. GORTON, *The Regulation of Private Money*, cit., 26.

<sup>26</sup> C. BROWNLEES ed altri, *Back to the Future: Backtesting Systemic Risk Measures during Historical Bank Runs and the Great Depression*, in *Journal of Banking & Finance*, 2020.

incentivi alla creazione di denaro privato non sono scomparsi. Al contrario, ha assunto forme più sottili e sofisticate, accumulando il rischio (sistemico) che è infine esploso nella Crisi Finanziaria Globale.

Prima di proseguire, è utile riassumere i principali insegnamenti di questa storia. Lo sviluppo dell'“industria del denaro privato” negli Stati Uniti dimostra il ruolo chiave della fiducia e della reputazione in un sistema di molteplici emittenti di denaro privato. In particolare, il mercato dovrebbe fare affidamento sulla solvibilità generale della banca e sulla qualità delle garanzie fornite dalla banca stessa. La prima è fondamentale per i depositi a vista, mentre la seconda gioca un ruolo importante quando si tratta di banconote.

## 2.2 Fase 2: lo Stato moderno e il controllo del denaro

La concorrenza del denaro privato circolante si è dimostrata in gran parte incapace di sostenere il benessere sociale nel tempo, in quanto non era in grado di generare strumenti finanziari affidabili che fungessero da riserva di valore, unità di conto e mezzo di pagamento.<sup>27</sup>

L'emergere di una forma di monopolio nel controllo della moneta circolante è intrinsecamente legato allo sviluppo dello Stato moderno post-Westfalia.<sup>28</sup> Questi Stati si trovano all'apice del sistema, riconoscendo come uguali solo gli altri Stati sovrani. Quindi, sono adatti a sedersi al vertice di un sistema finanziario gerarchico, in cui il sovrano controlla la moneta circolante e gli altri partecipanti al sistema finanziario giocano secondo le regole dei sovrani.<sup>29</sup>

Inoltre, gli Stati moderni devono fronteggiare un vincolo di solvibilità ‘morbido’, a differenza delle entità private.<sup>30</sup> Questo è strettamente legato alla sovranità moderna, in quanto gli Stati, quando cercano di finanziare il debito, possono impegnare la futura produttività delle loro economie e il loro potere di imporre tasse. Gli Stati sovrani possono divenire tecnicamente insolventi quando sono esposti agli

---

<sup>27</sup> W. S. JEVONS, *Money and the Mechanism of Exchange*, Appleton, 1876.

<sup>28</sup> E. HELLEINER, *Sovereignty, Territoriality, and the Globalization of Finance*, in *States and sovereignty in the global economy*, A. SMITH, D. J. SOLINGER, S. C. TOPIK (a cura di), 1999.

<sup>29</sup> K. PISTOR, *Legal Theory of Finance*, cit., 317.

<sup>30</sup> J. KORNAI, E. MASKIN and G. ROLAND, *Understanding the Soft Budget Constraint*, in *Journal of Economic Literature*, 2003.



scambi con l'estero, ma anche in questo caso non sono soggetti alla liquidazione.<sup>31</sup>

Sulla base di questa premessa, il denaro emesso e controllato dallo Stato potrebbe garantire la liquidità e la sicurezza degli utenti - due esigenze fondamentali di individui e aziende per svolgere le loro attività economiche (rischiose).<sup>32</sup> Ciò significa anche che il denaro dello Stato viene sempre accettato senza mettere in discussione il suo valore, fenomeno che Bengt Holmstrom designa come principio fondativo del denaro, indicandolo come "*No Questions Asked*" (NQA).<sup>33</sup>

Come già discusso nell'analisi storica, la relazione tra il controllo privato e pubblico del denaro non presenta solitamente soluzioni estreme, in cui le parti private competono pienamente e liberamente per il controllo del denaro o in cui lo Stato ha un controllo assoluto. Piuttosto, la relazione tra denaro pubblico e privato si presenta come un *continuum* di soluzioni intermedie. Tuttavia, se c'è stato un momento nella storia in cui il controllo pubblico sul denaro si è avvicinato all'incontestabilità, è stato all'indomani della Seconda Guerra Mondiale, con gli accordi di Bretton Woods. Il sistema monetario globale si basava sullo standard aureo, con il Dollaro USA legato al valore di tali riserve e le altre valute principali legate al valore del Dollaro.<sup>34</sup> A complemento di questo nuovo sistema monetario globale, gli Stati misero in atto controlli sull'afflusso e sull'uscita di capitali.<sup>35</sup> Questo, insieme a una rigida regolamentazione bancaria, ha stabilito un controllo quasi assoluto sulla capacità dei privati di emettere denaro privato.

Sebbene la fine del sistema di Bretton Woods abbia diverse cause non necessariamente legate alla tensione privato-pubblico per il controllo del denaro, quest'ultimo punto ha certamente contribuito a

---

<sup>31</sup> Quello che Pistor chiama "vincolo di sopravvivenza vincolante". Si veda K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, cit., 497.

<sup>32</sup> G. GORTON, *The History and Economics of Safe Assets*, in *Annual Review of Economics*, 2017.

<sup>33</sup> B. HOLMSTROM, *Understanding the Role of Debt in the Financial System*, in *BIS Working Paper*, 2015.

<sup>34</sup> J. WILLIAMSON, *On the System in Bretton Woods*, in *American Economic Review*, 1985.

<sup>35</sup> K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, cit., 499.

renderlo troppo rigido e, di conseguenza, inadatto a rappresentare un equilibrio stabile a lungo termine.

Dopo la fine del sistema di Bretton Wood, il pendolo ha oscillato verso una parziale ri-privatizzazione del denaro. Ciò ha generato un equilibrio più dinamico tra il controllo privato e pubblico sul denaro.<sup>36</sup> Lo sviluppo di questo equilibrio dinamico dipende dalla posizione relativa degli attori pubblici e privati e dalla regolamentazione, dove la regolamentazione è, almeno in parte, determinata in modo endogeno dal potere relativo delle parti pubbliche e private.

### 3. *Il diritto e la moneta privata*

#### 3.1 *Sovranità monetaria e moneta privata*

Nei sistemi finanziari moderni, come coesistono il denaro pubblico e quello privato? A differenza degli esempi di concorrenza monetaria discussi in precedenza, il denaro privato esiste nei sistemi finanziari moderni come complemento del denaro pubblico, che è l'unica forma valutaria avente corso legale. Il denaro privato viene ora creato sotto l'ombrello della legge statale e sostenuto dalla capacità fiscale dello Stato. È importante approfondire questo aspetto per due motivi. In primo luogo, per capire come il denaro digitale privato possa trarre vantaggio dallo *status quo*. In secondo luogo, per capire come una forma di denaro digitale privato possa innovare il sistema e minacciare il controllo dello Stato sul denaro. Questa sezione esaminerà il ruolo del sostegno implicito dello Stato per l'emissione di denaro privato, mentre la Sezione 3.2 si concentrerà sui fondamenti legali del denaro privato.

Dagli anni '70, dopo il superamento del sistema di Bretton Wood, è nato un sistema monetario più flessibile, basato su tassi flessibili e sul libero flusso di capitali. Come detto, questo evento ha iniziato un percorso di rinnovata privatizzazione del sistema monetario basato su strumenti finanziari più avanzati.

L'idea alla base è semplice. I privati non hanno la capacità fiscale per sostenere le promesse di liquidità e sicurezza. Tuttavia, sfruttando il diritto dei contratti e della proprietà, possono utilizzare altri beni per

---

<sup>36</sup> S. L. SCHWARCZ, *Regulating Digital Currencies: Towards an Analytical Framework*, in *Boston University Law Review*, 2022.

sostenere questa promessa, imitando in un certo senso la garanzia dello Stato che si basa sulla sua capacità fiscale.<sup>37</sup>

Le *'asset-backed securities'* erano inizialmente emesse solo da agenzie private ma sponsorizzate dal governo.<sup>38</sup> Tuttavia, nel corso degli anni e grazie ai miglioramenti delle tecnologie informatiche, ciò ha portato allo sviluppo e all'adozione su larga scala della cartolarizzazione.

Queste tendenze sono cruciali per come i sistemi economici e finanziari si sono sviluppati nella seconda parte del ventesimo secolo nei Paesi occidentali. Da un lato, la crescente capacità dei privati di affiancare lo Stato nell'emissione di strumenti sicuri e liquidi ha aumentato drasticamente la quantità di credito disponibile, compreso quello necessario per realizzare gli obiettivi sociali, come ad esempio permettere ai mutuatari *subprime* di acquistare una abitazione.<sup>39</sup> Dall'altro lato, questa capacità di fornire più credito generando titoli liquidi e sicuri ha alimentato la crescita esponenziale del settore finanziario, in quanto i titoli sicuri e liquidi potevano costituire la base per sostenere l'emissione di ancora più credito.<sup>40</sup>

Questo meccanismo risponde, in ultima analisi, alla necessità di creare una maggiore offerta di titoli percepiti come sicuri, poiché quelli emessi pubblicamente sono scarsi, non sufficienti a sostenere l'aumento della domanda di credito.<sup>41</sup> La creazione artificiale di sicurezza e liquidità è sostenuta dal sistema giuridico. Ancora più importante, quando i vantaggi sociali sono diventati più evidenti, la regolamentazione ha facilitato la creazione privata di strumenti simili al denaro.

---

<sup>37</sup> S. L. SCHWARCZ, *The Alchemy of Asset Securitization*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, 1994.

<sup>38</sup> W. S. FRAME ed altri, *The Rescue of Fannie Mae and Freddie Mac*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2015.

<sup>39</sup> Si veda, ad esempio, D. M. JAFFEE e K. T. ROSEN, *Mortgage Securitization Trends*, in *Journal of Housing Research*, 1990, 117 (“[Securitization] has lowered mortgage interest rates and thereby raised consumer demand for housing”).

<sup>40</sup> T. DANG, G. GORTON e B. HOLMSTRÖM, *The Information View of Financial Crises*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2020.

<sup>41</sup> G. GORTON, *The History and Economics of Safe Assets*, cit.; R. J. CABALLERO, E. FARHI e P. GOURINCHAS, *The Safe Assets Shortage Conundrum*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2017.

Ma prima di esaminare i dettagli di questa costruzione legale, vale la pena di chiarire i rischi insiti nella creazione privata di liquidità e sicurezza. La liquidità rappresenta uno degli elementi cruciali per lubrificare qualsiasi economia aperta. Tuttavia, essa rimane un concetto sfuggente. Comprendere la liquidità, il rischio di liquidità e il ruolo della liquidità come volano di crisi finanziarie è fondamentale per progettare un quadro normativo resiliente per il denaro privato.

La liquidità può essere definita come la capacità di vendere qualsiasi bene e titolo a piacimento.<sup>42</sup> In particolare, la liquidità non è sempre disponibile; non è un bene gratuito.<sup>43</sup> Al contrario, la liquidità è volatile e tende ad essere particolarmente scarsa quando è più necessaria, ossia nei periodi di turbolenza finanziaria. Pertanto, la disponibilità di liquidità è pro-ciclica. Nei periodi favorevoli, quando l'economia è in espansione, la liquidità è abbondante. Tuttavia, quando la situazione si inverte, il rischio di liquidità si concretizza e la liquidità si prosciuga.<sup>44</sup> La struttura legale del denaro privato emesso come credito a breve termine supporta la pro-ciclicità della liquidità, e questo è un aspetto che viene ancora spesso trascurato.

La produzione di *asset* liquidi implica una qualche forma di trasformazione della liquidità, per cui la promessa di liquidità è garantita da *asset* (più) illiquidi. Ciò che rende le istituzioni finanziarie fragili.<sup>45</sup>

La promessa di liquidità è essenziale per le economie moderne e, allo stesso tempo, genera rischi considerevoli, rendendo il sistema intrinsecamente fragile. La promessa di liquidità può essere pienamente supportata solo da entità dotate di capacità fiscale, ossia lo Stato. Le promesse di liquidità fatte da soggetti privati e non supportate da garanzia pubblica hanno sempre una componente speculativa e aumentano l'instabilità del sistema. La qualità di tale promessa dipende

---

<sup>42</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, cit., 316.

<sup>43</sup> *ibidem* 317.

<sup>44</sup> C. BORIO, *The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?*, in *Journal of Banking & Finance*, 2014.

<sup>45</sup> Si tratta della cosiddetta "trasformazione qualitativa delle attività". Le banche prendono in prestito passività a breve termine, liquide e sicure e prestano attività a lungo termine, illiquide e rischiose. Si veda J. ARMOUR e altri, *Principles of Financial Regulation*, Oxford, 2016, 277.

dal ciclo finanziario, dalla qualità delle garanzie (private) prestate e dalla qualità del diritto che sostiene tali promesse.

La sicurezza è la seconda caratteristica chiave del denaro privato. La liquidità e la sicurezza sono chiaramente interconnesse; tuttavia, è utile differenziare concettualmente i due aspetti, in quanto si riferiscono a fondamenti economici distinti e sono supportati da costruzioni legali diverse.

Un *asset* può essere considerato sicuro se può essere utilizzato per effettuare transazioni senza temere che la controparte di tale transazione abbia incentivi ad acquisire informazioni private sul suo valore.<sup>46</sup> Nonostante la definizione apparentemente semplice, la natura e la produzione di *asset* sicuri sono stati un problema costante e cruciale che la società ha risolto in modi diversi e sempre più sofisticati nel corso del tempo.

La produzione di *asset* sicuri è preziosa per la società; tuttavia, i beni sicuri sono scarsi. In quest'ottica, la creazione di denaro privato può anche essere vista come una risposta alla carenza di beni sicuri prodotti pubblicamente, come il debito pubblico.<sup>47</sup>

Oltre ad essere liquidi, gli *asset* sicuri devono avere una caratteristica correlata ma separata: devono essere accettati da tutte le parti, in ogni momento, al loro valore nominale. In altre parole, devono rispettare il principio “*no questions asked*” (NQA).<sup>48</sup> A tal fine, tali *assets* devono essere progettati per essere “insensibili alle informazioni”, il che significa che le parti private non devono avere alcun incentivo a produrre informazioni private sulla sicurezza di questi *asset*.<sup>49</sup> Se gli *asset* sicuri prodotti privatamente perdono la loro insensibilità informativa e gli investitori iniziano a produrre informazioni private sul loro valore, la reazione razionale è quella di aggiustare la quantità di garanzia richiesta, che equivale funzionalmente ad una ‘corsa agli sportelli’ sui depositi bancari.<sup>50</sup>

---

<sup>46</sup> G. GORTON, *The History and Economics of Safe Assets*, cit.

<sup>47</sup> CABALLERO, FARHI e GOURINCHAS, *op. cit.*

<sup>48</sup> B. HOLMSTROM, *op. cit.*, 15.

<sup>49</sup> G. GORTON and G. ORDOÑEZ, *The Supply and Demand for Safe Assets*, in *Journal of Monetary Economics*, 2022.

<sup>50</sup> G. GORTON, *The History and Economics of Safe Assets*, cit., 549. Questo costrutto porta a due conseguenze principali. In primo luogo, gli *asset* sicuri hanno un “rendimento di convenienza”, il che significa che la detenzione di *asset* sicuri nel

Come la liquidità, la sicurezza dei titoli finanziari deve essere supportata dal sistema legale. Anche in questo caso, il diritto applicabile determina quanto sia credibile la promessa di sicurezza da parte di soggetti privati.

Il supporto legale al denaro privato si concretizza principalmente nel sostegno esplicito o implicito dello Stato. Ciò significa che, in caso di crisi, la promessa di sicurezza fatta dagli emittenti di denaro privato sarà in qualche modo sostenuta dallo Stato, aumentando drasticamente la credibilità di tale promessa.<sup>51</sup> Un ulteriore supporto legale fondamentale per il denaro privato è la fornitura di un'opzione permanente di convertibilità. Ciò consente al detentore di denaro privato di convertirlo in denaro pubblico, per garantire l'interoperabilità tra diversi emittenti di denaro privato e la stabilità di un sistema in cui coesistono denaro privato e pubblico.<sup>52</sup>

Infine, sulla base di tutti gli elementi discussi finora, è possibile fornire una tassonomia del denaro nelle economie moderne. Come detto, il denaro può essere pubblico o privato. Inoltre, il denaro può essere circolante o scritturale. Il denaro circolante è costituito da crediti verso entità pubbliche o private che circolano come mezzo di scambio. Si tratta di *tokens* che sono negoziabili solo tramite trasferimento. La storia delle transazioni di tale strumento non ha importanza.<sup>53</sup> Al contrario, il denaro scritturale è costituito da crediti nei confronti di entità pubbliche o private che vengono regolati attraverso conti diversi, senza l'effettiva circolazione di *token* fisici o digitali. In questo caso, la storia delle transazioni dello strumento è tutto ciò che conta per determinare la proprietà dell'*asset*.

---

portafoglio comporta un valore che va oltre il rendimento che tali asset garantiscono. Si veda anche T. DANG, G. GORTON e B. HOLMSTRÖM, *op. cit.*.

<sup>51</sup> Secondo Pistor la finanza è gerarchica e più ci si avvicina all'apice, più la legge viene applicata in modo elastico. Il backstopping viene applicato solo alle istituzioni e alle promesse molto vicine all'apice. Pistor, *A Legal Theory of Finance*, cit., 324.

<sup>52</sup> T. ADRIAN and T. MANCINI-GRIFFOLI, *Public and Private Money Can Coexist in the Digital Age*, in *Cato Journal*, 2021.

<sup>53</sup> G. GORTON e J. ZHANG, *op. cit.*, 5.

	<b>Denaro privato</b>	<b>Denaro pubblico</b>
<b>Scritturale</b>	Azioni dei fondi del mercato monetario Depositi non assicurati	Riserve della Banca Centrale Depositi assicurati
<b>Circolante</b>	Stablecoins	Contanti

Tabella 1 - Tassonomia del denaro pubblico e privato<sup>54</sup>

In particolare, nelle economie moderne, lo Stato ha il monopolio della moneta circolante, mentre la moneta privata e quella scritturale pubblica coesistono e si completano a vicenda. Il denaro scritturale pubblico gode di un forte livello di tutela. L'esempio più tipico di denaro pubblico scritturale è rappresentato dai depositi bancari assicurati. Questi sono, infatti, assicurati da sistemi di garanzia dei depositi e, in ultima analisi, sostenuti dallo Stato. Inoltre, possono essere convertiti in contanti in qualsiasi momento al loro valore nominale. Tipologie di denaro scritturale privato sono i depositi non assicurati, i *repurchase agreements* o le azioni dei fondi del mercato monetario. Questi hanno una garanzia più implicita e un regime più rigoroso per il riscatto e la conversione in denaro pubblico.

Questo sistema è attualmente messo in discussione da nuove tecnologiche di denaro privato circolante, come le stablecoins. Questo può minacciare la sovranità monetaria, erodendo il controllo dello Stato sul denaro. In particolare, mantenendo costante la tecnologia disponibile, il regime giuridico applicabile a queste monete circolanti concorrenti definisce, in linea di massima, l'esito dell'effettiva possibilità di competere con il denaro pubblico. Per illustrare il punto, è importante capire come l'attuale regime legale modella la possibilità di emettere denaro privato scritturale.

<sup>54</sup> ibidem 10.

### 3.2 *La moneta privata nella finanza moderna: una costruzione giuridica*

Il denaro privato circolante è emesso per integrare il denaro pubblico. Tuttavia, ciò non è sufficiente a garantire liquidità e sicurezza. Per queste finalità, i produttori di denaro privato sfruttano le possibilità offerte dal sistema giuridico. Il denaro privato viene quindi creato “nel” sistema giuridico.<sup>55</sup>

La promessa di liquidità può essere sostenuta attraverso l'emissione di strumenti a breve termine. La possibilità di emettere debito a breve termine dipende dalla capacità dell'emittente di garantire l'applicazione dei diritti che ne conseguono al potenziale detentore. Tale possibilità è parte di tutti i sistemi giuridici moderni.

Il denaro privato può assumere varie forme, facendo leva su diverse configurazioni giuridiche. Al di là di questa eterogeneità, tali forme si basano sul principio della libertà contrattuale combinato con la possibilità di concedere diritti di garanzia sui beni che sostengono la promessa a breve termine. Tali diritti contrattuali e di proprietà devono essere abbastanza forti da fornire al titolare della promessa a breve termine la fiducia che tale promessa sia liquida. Da un punto di vista giuridico, ciò significa che il credito può essere trasferito o realizzato in ogni momento.

Questa configurazione del titolo finanziario, da un punto di vista macroeconomico, è incline alla prociclicità. Il debito e gli strumenti simili al debito sono poste passive dell'emittente che possono essere realizzate anche quando la liquidità è scarsa. Questi diritti non sono solo forti, ma anche rigidi: la loro configurazione non consente aggiustamenti ex post.

La forza e la rigidità di questi diritti supportano la promessa di liquidità, ma dall'altra parte ne favoriscono anche la prociclicità.<sup>56</sup> Di conseguenza, fintanto che la liquidità è abbondante, i diritti concessi ai

---

<sup>55</sup> K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, cit., 516.

<sup>56</sup> All'indomani della crisi finanziaria, la letteratura giuridica ed economica si ha vissuto un vivace dibattito sulla natura contro-ciclica della regolamentazione finanziaria. Per una sintesi di tale letteratura, si veda J. S. MASUR e E. A. POSNER, *Should Regulation Be Countercyclical*, in *Yale Journal on Regulation*, 2017; Y. LISTOKIN, *Law and Macroeconomics: The Law and Economics of Recessions*, in *Yale Journal on Regulation*, 2017.



detentori di debito a breve termine facilitano l'emissione di denaro privato. Tuttavia, quando la liquidità si esaurisce, i diritti legali rafforzano l'illiquidità, dando impulso a una crisi che danneggia la società.<sup>57</sup>

Il rischio di liquidità insito nel debito a breve termine è strettamente legato alla seconda caratteristica chiave del denaro privato: la sicurezza. Anche in questo caso, la configurazione dei diritti legati al debito a breve termine è cruciale per consentire alle parti private di promettere tale sicurezza e affinché tale promessa sia credibile. A tal fine, la possibilità di configurare liberamente i termini contrattuali e l'assegnazione di diritti di garanzia è necessaria ma non sufficiente in quanto tale possibilità non può soddisfare il principio dell'accettazione *'no questions asked'* quando il rischio di fallimento è significativamente diverso da zero.

In effetti, i diritti e doveri relativi a beni soggetti a fallimento non possono essere liberamente esercitati in quanto soggetti a moratoria.<sup>58</sup> Pertanto, avere una garanzia soggetta a moratoria fallimentare renderebbe il valore del credito incerto e la sua realizzazione illiquida.

Pertanto, la creazione privata di titoli sicuri richiede anche dei privilegi fallimentari, in base ai quali non venga applicata la moratoria

---

<sup>57</sup> M. K BRUNNERMEIER, *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, in *Journal of Economic perspectives*, 2009. Quest'ultima osservazione evidenzia un compromesso fondamentale tra la protezione degli investitori attraverso forti diritti legali e la stabilità finanziaria. Ciò va contro l'ipotesi originale sviluppata dalla letteratura "Law and Finance", secondo la quale la protezione degli investitori è direttamente e fortemente correlata al benessere sociale. Si veda R. LA PORTA e altri, *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998. Da allora, il movimento di "Law & Finance" si è evoluto enormemente, riconoscendo i meriti ma anche i molti limiti dell'argomento della protezione degli investitori. Si veda, tra i tanti, A. M. PACCES, *Why Investor Protection Is Not All That Matters In Corporate Law and Economics*, in *The Icfai University Journal of Corporate and Securities Law*, 2017; Pistor, *A Legal Theory of Finance*, cit., 325.

<sup>58</sup> La sospensione obbligatoria si riferisce a quelle disposizioni che garantiscono che i creditori non possano riscuotere i debiti da un debitore che ha dichiarato fallimento. Per una panoramica comparativa, vedere S. CLAESSENS e L F KLAPPER, *Bankruptcy around the World: Explanations of Its Relative Use*, in *Am. L. Econ. Rev.*, 2005.

ai titoli sostenuti da garanzie finanziarie – cioè il debito che sostiene il debito.<sup>59</sup>

Questo privilegio fallimentare è un'innovazione legale relativamente recente, adottata dalla maggior parte delle giurisdizioni tra la fine degli anni '90 e l'inizio degli anni 2000. Queste riforme furono giustificate con la necessità di migliorare la liquidità e l'efficienza del mercato dei capitali. Ciò riflette un nuovo equilibrio tra il denaro privato, per cui le parti private che si impegnano nella cartolarizzazione si sono avvicinate all'apice della gerarchia del sistema finanziario e, di conseguenza, hanno beneficiato di un trattamento particolarmente favorevole.

Questa breve analisi delle basi giuridiche che supportano la creazione di denaro privato è rilevante per due motivi. In primo luogo, questa evidenza come la domanda di creazione di denaro privato (sicuro), compresi le *stablecoins*, sia endogena al funzionamento dei sistemi finanziari moderni e come il sistema giuridico si sia adattato nel tempo in risposta a tale domanda.<sup>60</sup> In secondo luogo, mostra come i diritti forti e rigidi sostengono la creazione di denaro privato e, allo stesso tempo, ne determinano la natura pro-ciclica, rafforzandone il rischio di liquidità. Nel contesto delle *stablecoins*, questo aspetto è particolarmente rilevante in quanto si ritiene che la tecnologia *blockchain* e i vari protocolli di verifica forniscano diritti forti e rigidi ai titolari di cripto-asset, con poche o nessuna possibilità di aggiustamento.

#### 4. *La concorrenza monetaria nel 21<sup>st</sup> secolo: ritorno al futuro*

##### 4.1 *Stablecoins come valuta globale*

Il *Financial Stability Board* (FSB) definisce le *stablecoins* come una categoria speciale di cripto-asset che si prefiggono di mantenere un valore stabile facendo riferimento ad asset fisici, finanziari o altri cripto-asset (*asset-linked stablecoin*) o tramite protocolli specifici che

---

<sup>59</sup> P. PAECH, *The Value of Financial Market Insolvency Safe Harbours*, in *Oxford Journal of Legal Studies*, 2016.

<sup>60</sup> Questo meccanismo è parallelo all' "ipotesi di instabilità finanziaria" formulata da Minsky, secondo cui le crisi finanziarie sono generate endogenamente dalle dinamiche interne del sistema. Si veda H. P. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven, 1986.

regolano l'offerta in risposta a una variazione della domanda (*algorithmic stablecoin*). Inoltre, definisce la "stablecoin globale" come una *stablecoin* con il potenziale di raggiungere l'adozione in più giurisdizioni e di raggiungere un volume sostanziale.<sup>61</sup>

La caratteristica chiave del design delle *stablecoins* è, quindi, la stabilità del valore. Per comprendere le preoccupazioni rispetto alla stabilità finanziaria e le implicazioni normative delle *stablecoins*, è necessario considerare tre aspetti della stabilizzazione: il riferimento, i meccanismi di stabilizzazione e le garanzie.<sup>62</sup> La prima scelta saliente nella progettazione di una *stablecoin* è il riferimento, ossia la valuta o il paniere di beni che la *stablecoin* intende replicare. Attualmente, la maggior parte dei progetti di *stablecoin* utilizza il Dollaro USA come riferimento, in quanto è ampiamente considerato una riserva di valore stabile in tutto il mondo.

La seconda caratteristica cruciale del design è il meccanismo di stabilizzazione. In linea di massima, esistono due meccanismi per stabilizzare il prezzo del token: il riferimento fisico e la stabilizzazione basata su algoritmi.

Stabilizzare una moneta attraverso un riferimento fisico significa che l'emittente detiene delle riserve a sostegno del valore delle monete stabilizzate. Al contrario, la stabilizzazione algoritmica si basa sull'idea di regolare automaticamente l'offerta di monete per farle corrispondere al riferimento attraverso un algoritmo e per guidare l'aspettativa dell'utilizzatore sul valore futuro di tali monete.<sup>63</sup> Funzionalmente, questo assomiglia molto ad una banca centrale "privata", tanto che i sostenitori di questo tipo di monete stabilizzate hanno etichettato i loro progetti come "banche centrali algoritmiche".<sup>64</sup> Potenzialmente, questo rappresenta una minaccia ancora più grande per il controllo statale sul

---

<sup>61</sup> FINANCIAL STABILITY BOARD, *Regulation, Supervision and Oversight of "Global Stablecoin" Arrangements: Final Report and High-Level Recommendations*, Financial Stability Board, 2020, 5.

<sup>62</sup> A. MOIN, K. SEKNIQI e E. GUN SIRER, *SoK: A Classification Framework for Stablecoin Designs*, in *Financial Cryptography and Data Security: 24th International Conference, FC 2020, Kota Kinabalu*, 2020.

<sup>63</sup> D. BULLMANN, J. KLEMM e A. PINNA, *In Search for Stability in Crypto-Assets: Are Stablecoins the Solution?*, in *ECB Occasional Paper n. 230*, 2019.

<sup>64</sup> Si veda, ad esempio, M. RASKIN e D. YERMACK, *Digital Currencies, Decentralized Ledgers and the Future of Central Banking*, in *Research handbook on central banking*, P. CONTI-BROWN e R. LASTRA, (a cura di), Cheltenham, 2018.

denaro; tuttavia, in questa iterazione tecnologica, le *stablecoin* algoritmici non sono ancora in grado di promettere in modo affidabile la stabilità.<sup>65</sup>

Infine, l'ultimo elemento chiave del design di una *stablecoin* è la garanzia a sostegno della promessa di stabilità, precisamente il tipo, la qualità e l'importo di tale garanzia.<sup>66</sup> La qualità e l'importo delle riserve sono cruciali nel definire il rischio per la stabilità finanziaria, in quanto questi elementi definiscono il livello di trasformazione qualitativa della liquidità effettuato dall'emittente. Le *stablecoins* possono essere sostenute dalla stessa valuta del riferimento, ad esempio il Dollaro USA, da un paniere di varie valute, materie prime e strumenti finanziari, o anche da un paniere di cripto-assets. Quest'ultima possibilità rende i meccanismi di stabilizzazione completamente *on-chain*, in quanto le riserve sono conservate nella stessa blockchain in cui vengono emessi i *tokens*, senza ricorrere a metodi *off-chain* come la custodia bancaria. In questo caso, le *stablecoins* sono solitamente sovra-collateralizzate a copertura della volatilità degli asset cripto. La stabilizzazione totalmente *on-chain* è ancora complessa in questa fase della tecnologia; tuttavia, essa ha il potenziale di minacciare la sovranità monetaria più seriamente di una *stablecoin* con stabilizzazione *off-chain*, in quanto la stabilizzazione *on-chain* è più complessa da regolare e supervisionare.

La questione cruciale per questo contributo è che – a differenza di altre monete private – le *stablecoins* sono denaro circolante che compete con il denaro pubblico circolante. In pratica, il prezzo di un bene è espresso in dollari, euro o altre valute sovrane. Non può essere espresso in azioni di fondi del mercato monetario o in crediti di deposito. Gli individui possono effettuare transazioni tramite la banca utilizzando i loro depositi, scambiando le azioni dei fondi del mercato monetario o liquidando facilmente queste forme di denaro privato e perfezionando la transazione con il contante. D'altro canto, il prezzo

---

<sup>65</sup> A questo proposito, il crollo di Terra, la più grande delle *stablecoins* algoritmiche, nel maggio 2022, è un caso emblematico. Si veda S. BAR-GEFFEN, 'What Can Other Algorithmic Stablecoins Learn from Terra's Crash?' (*Conitelegraph*) <<https://cointelegraph.com/news/what-can-other-algorithmic-stablecoins-learn-from-terra-s-crash>> consultato il 17 aprile 2023.

<sup>66</sup> In questo contesto 'garanzia' è utilizzato non in senso tecnico giuridico.

dello stesso bene può essere espresso in USD Tether e regolato utilizzando tale valuta digitale.<sup>67</sup>

Il progetto Libra di Facebook – ora Meta – per creare una *stablecoin* globale con lo stesso nome, rappresenta la migliore esemplificazione di questa discussione. Libra mirava a competere con il denaro pubblico sfruttando la reputazione di Facebook e quella che era considerata una tecnologia affidabile.<sup>68</sup> Il progetto Libra è stato ora ritirato, ma il fascino dell'emissione di denaro circolante per entità e piattaforme private è chiaro. Questa prospettiva è preoccupante, in quanto è stato dimostrato che il debito privato può acquisire lo status di 'denaro' facendo leva sulla reputazione e sulla tecnologia.<sup>69</sup> In particolare, non è necessario che le promesse di liquidità e sicurezza del debito privato siano assolute perché venga accettato come strumento monetario, '*no questions asked*'. Generare un certo livello affidabilità e fiducia è sufficiente per salire la scala gerarchica del sistema finanziario e avvicinarsi all'apice, aumentando così la garanzia implicita *de facto* dello Stato a sostegno di tali promesse.<sup>70</sup>

Questo meccanismo può apparire un *deja vu*, poiché è già accaduto nella storia, come mostrato nella Sezione 2. Tuttavia, c'è una differenza fondamentale. Nei sistemi finanziari moderni, il denaro privato viene creato "tramite il diritto", sfruttando le possibilità offerte dal sistema giuridico.<sup>71</sup> Questo garantisce la possibilità di assegnare il controllo sul denaro allo Stato sovrano, ponendo fine all'era della concorrenza monetaria. Anche le *stablecoins* sfruttano le possibilità offerte dal sistema giuridico e dalla tecnologia che è però dotata di un certo grado di resistenza al controllo esterno, compreso quello dello Stato.<sup>72</sup>

---

<sup>67</sup> Per un'argomentazione simile, si veda G. GORTON e J. ZHANG, *op. cit.*, 13.

<sup>68</sup> M. K. BRUNNERMEIER, H. JAMES e J. LANDAU, *The Digitalization of Money*, in *National Bureau of Economic Research*, 2019, 6. Si veda anche J. FERNÁNDEZ-VILLAVARDE e D. SANCHES, *Can Currency Competition Work*, in *Journal of Monetary Economics*, 2019, 2.

<sup>69</sup> G. GORTON, C. ROSS and S. ROSS, *Making Money*, in *National Bureau of Economic Research*, 2022.

<sup>70</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, cit., 323.

<sup>71</sup> K. PISTOR, *From Territorial to Monetary Sovereignty*, cit., 517.

<sup>72</sup> Con un'argomentazione parallela, l'idea che le valute digitali siano strutturalmente 'meno suscettibili al fallimento' è stata avanzata anche da M. BRUNNERMEIER, H. JAMES e J. LANDAU, *op. cit.*

L'unione di queste due ultime argomentazioni mostra la reale minaccia che le *stablecoin* possono rappresentare per la sovranità monetaria. Le *stablecoins* possono trovarsi in una posizione in cui il supporto dello Stato è considerato probabile a causa della loro importanza nel sistema e dell'interconnessione con il resto dell'economia, pur essendo, almeno in parte, schermate dall'intervento dello Stato.

#### 4.2 *Stablecoins vs CBDC*

L'ascesa di nuove forme di denaro digitale potrebbe aumentare la pressione competitiva sugli Stati sovrani ed ha già innescato un rinnovato interesse nel rendere più efficiente la moneta pubblica e le infrastrutture di pagamento. Seguendo questo approccio, una moneta pubblica e un'infrastruttura di pagamento più efficienti bilancerebbero la concorrenza delle valute private, salvaguardando la sovranità monetaria dello Stato.<sup>73</sup> In questo ambito, l'adozione di *Central Bank Digital Currencies* (CBDC) è in cima al dibattito accademico e regolatorio.<sup>74</sup>

L'efficientamento del sistema monetario è, ovviamente, da accogliere con favore; tuttavia, questo non è privo di conseguenze. Inoltre, ciò non necessariamente raggiungerebbe l'obiettivo di eliminare la concorrenza della moneta digitale privata e di salvaguardare la sovranità monetaria.

I vantaggi dell'introduzione del CBDC sono chiari e riguardano principalmente l'aumento dell'efficienza dei sistemi di pagamento e la possibilità per le banche centrali di trasmettere più facilmente la politica monetaria.<sup>75</sup>

Tuttavia, per cogliere questi vantaggi, la CBDC deve essere ampiamente adottata dai cittadini e diverse ricerche sull'adozione della

---

<sup>73</sup> H. J. ALLEN, *\$= Euro= Bitcoin*, in *Maryland Law Review*, 2016, 928.

<sup>74</sup> Si veda, ad esempio, S. GRÜNENWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT e B. GEVA, *Digital Euro and ECB Powers*, in *Common Market Law Review*, 2021.

<sup>75</sup> F. BÖSER e H. GERSBACH, *Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency: The Short and the Long Term*, in CEPR Discussion Paper, 2020. Sui servizi di pagamento nel diritto EU, si veda G. Gimigliano, *La moneta-servizio di pagamento in una prospettiva di diritto europeo*, in *questa Rivista*, 2022, III.

tecnologia dimostrano che questo non è scontato.<sup>76</sup> Il design del CBDC è fondamentale a questo proposito, in quanto deve essere attraente da incentivarne l'adozione.<sup>77</sup>

Una discussione approfondita di tale aspetto esula dallo scopo di questa analisi ed è soggetta a diverse congetture, poiché le CBDC non sono stati adottati su larga scala da nessun Paese.<sup>78</sup> In prima approssimazione, una CBDC che desti l'interesse dei cittadini dovrebbe quantomeno garantire un'elevata interoperabilità con le grandi piattaforme.<sup>79</sup> Pertanto, l'accettazione del CBDC e quella di potenziale denaro privato che opera in queste piattaforme sembrano correlati. Pertanto, non è una sorpresa che in una delle iterazioni del *white paper* di Libra, l'Associazione Libra abbia accolto con favore l'introduzione del CBDC con un alto livello di integrazione e interoperabilità.<sup>80</sup>

Alcuni autori si sono spinti oltre, proponendo di sfruttare appieno le sinergie positive tra i CBDC e *stablecoin*, promuovendo a tal fine un vero e proprio partenariato pubblico-privato.<sup>81</sup> Sulla base delle argomentazioni presentate finora, è semplice scartare questo approccio radicale, in quanto trascura le sfide che pone alla sovranità monetaria e, più in generale, al delicato rapporto tra denaro pubblico e privato nella finanza moderna. Tuttavia, si tratta di una proposta coerente se l'ampia

---

<sup>76</sup> Michiel BIJLSMA e altri, *What Triggers Consumer Adoption of CBDC?*, in *DNB Working Paper*, 2021.

<sup>77</sup> I. AGUR, A. ARI e G. DELL'ARICCIA, *Designing Central Bank Digital Currencies*, in *Journal of Monetary Economics*, 2022.

<sup>78</sup> Per delle considerazioni più ampie sulla natura giuridica delle CBDC, si veda G. L. GRECO, *Thinking of the Digital Euro as Legal Tender*, in *Money Law, Capital, and the Changing Identity of the European Union*, G. GIMIGLIANO, V. CATTELAN (a cura di), 2022

<sup>79</sup> M. BRUNNERMEIER, H. JAMES e J. LANDAU, *op. cit.* 15.

<sup>80</sup> "Inoltre, la nostra speranza è che, man mano che le banche centrali sviluppano valute digitali della banca centrale (CBDC), queste CBDC possano essere integrate direttamente con la rete Libra, eliminando la necessità per Libra Networks di gestire le Riserve associate, riducendo così il rischio di credito e di custodia. Ad esempio, se una banca centrale sviluppa una rappresentazione digitale del dollaro USA, dell'euro o della sterlina britannica, l'Associazione potrebbe sostituire la *stablecoin* a valuta unica applicabile con il CBDC". Si veda la citazione diretta della EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, 2020, 12.

<sup>81</sup> C. CATALINI ed altri, *From Stablecoins to CBDCs: The Public Benefits of a Public-Private Partnership*, 2022.

adozione del denaro digitale e la maggiore efficienza dei sistemi di pagamento e monetari sono perseguiti come obiettivi normativi primari.

Più in generale, è importante sottolineare che l'introduzione del CBDC cambierà l'attuale equilibrio tra denaro privato e pubblico. Questo equilibrio è imperfetto, quindi i cambiamenti positivi sono possibili e devono essere accolti positivamente. Tuttavia, il cambiamento potrebbe essere di segno opposto, in relazione al design del CBDC, come dimostrato dalla discussione precedente sull'adozione della tecnologia e sull'interoperabilità.

Un altro aspetto rilevante è l'impatto del design specifico del CBDC sugli intermediari finanziari 'tradizionali' e sulla stabilità del sistema finanziario 'tradizionale'. I dettagli sono discussi nel paragrafo 5.1.2; tuttavia, è intuitivo notare che l'introduzione di un CBDC ampiamente disponibile avrebbe un impatto sull'intermediazione finanziaria.

L'introduzione del CBDC può essere utile per contrastare la minaccia proveniente dal denaro digitale privato. Tuttavia, ciò dipende in larga misura dalla sua progettazione e sembra che ci siano dei *trade-off* in termini di adozione della tecnologia e di destabilizzazione del sistema finanziario 'tradizionale', la cui regolamentazione dovrebbe essere ampiamente riprogettata.<sup>82</sup> A questo proposito, l'argomentazione proposta da questo articolo è che nel progettare il CBDC, i regolatori dovrebbero concentrarsi sul cogliere i benefici che può apportare in termini di efficienza dei pagamenti e di prospettiva di politica monetaria, preservando la stabilità del sistema finanziario. Tuttavia, il CBDC non deve avere come fine quello di competere con la moneta privata, in quanto ciò implica complessi *trade-offs*. Una tale minaccia competitiva è meglio gestita attraverso strumenti giuridici alternativi. Il paragrafo 5 discute i pericoli inerenti alla concorrenza monetaria da parte della moneta digitale privata e il paragrafo 6 propone strumenti legali superiori per contrastare la minaccia alla sovranità monetaria.

#### 5. Stablecoins: i pericoli della concorrenza valutaria

La concorrenza valutaria ha sempre reso il sistema finanziario instabile, e questa è, in estrema sintesi, la motivazione per la creazione di uno stato di monopolio pubblico sul denaro circolante. Il paragrafo

---

<sup>82</sup> Per il caso della regolamentazione bancaria europea, si veda I. CHIU e C. HOFMANN, *Unlimited Central Bank Digital Currency: The Case for a Public Good in the Euro Area and Its Regulatory (and Deregulatory) Implications for Modern Finance*, in *North Carolina Journal of International Law*, 2023.



5.1 illustra i rischi che la moneta digitale privata comporta per la stabilità finanziaria, concentrandosi sulle specificità delle *stablecoins* rispetto alle precedenti sperimentazioni di moneta privata circolante. Inoltre, le *stablecoins* globali comportano una nuova sfida in termini di propagazione degli shock, questo aspetto è discusso nel paragrafo 5.2.

### 5.1 Stabilità finanziaria

#### 5.1.1 *Stablecoins e stabilità finanziaria*

Il rischio di stabilità finanziaria sollevato dalle *stablecoin* è deriva dalle loro caratteristiche tecnologiche e dal diritto. Questo paragrafo si concentra sui meccanismi economici alla base del design delle *stablecoins*, evidenziandone i rischi. L'analisi si concentra su due aspetti. In primo luogo, il rischio di liquidità inerente alle *stablecoin*. In secondo luogo, il ruolo potenziale delle *stablecoin* come “beni sicuri” percepiti all'interno e all'esterno della cripto-economia.<sup>83</sup>

La discussione sul rischio di liquidità delle *stablecoin* ruota intorno al loro meccanismo di stabilizzazione. Per i *tokens* che si basano su un meccanismo di riferimento fisico esiste una chiara somiglianza funzionale tra le *stablecoin* e le azioni dei fondi del mercato monetario.<sup>84</sup> Una *stablecoin* ancorata al dollaro USA promette di garantire la stabilità del valore del *token* a 1 dollaro. Tale promessa è sostenuta da un paniere di strumenti che possono includere – ma non si limitano a – il dollaro USA. I titolari possono riscattare il *token* e convertirlo in moneta pubblica circolante ancorata in base ai loro diritti legali, idealmente su richiesta. Questa struttura rispecchia quella dei fondi del mercato monetario. Il rischio di stabilità aumenta con l'aumentare dell'illiquidità del paniere di riserve e con il rafforzamento dei diritti di riscatto dei titolari di *tokens*.<sup>85</sup>

---

<sup>83</sup> Si veda G. TERRANOVA, *Are stablecoins good money? Finding a balance between innovation and consumers' protection: the European and the United States' perspective*, in *questa Rivista.*, 2022, III

<sup>84</sup> E. D. MARTINO, *Regulating Stablecoins as Private Money between Liquidity and Safety. The Case of the EU 'Market in Crypto Asset' (MiCA) Regulation*, in *Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper*, 2022.

<sup>85</sup> E. MARTINO, *op. cit.*, 42.

La questione è radicalmente diversa per le *stablecoin* algoritmiche, dove l'attività di creazione e distruzione delle monete è più simile alle attività monetarie delle banche centrali moderne. Tuttavia, in questa fase tecnologica, l'algoritmo non ha la capacità reputazionale delle banche centrali moderne, né può servirsi della garanzia fornita dalla capacità fiscale dello Stato, per cui i primi tentativi con le *stablecoin* algoritmiche sono stati limitati nel volume di monete create, con un'alta probabilità di fallimento a causa di un'improvvisa perdita di fiducia.<sup>86</sup>

Tuttavia, a seconda dello sviluppo della tecnologia e della crescita delle attività economiche basate sulla *blockchain*, sia in termini di dimensioni che di numero di utenti, le *stablecoin* algoritmiche potrebbero rappresentare l'innovazione più dirompente in termini di controllo dell'offerta monetaria.

La seconda caratteristica chiave delle *stablecoins* è la loro sicurezza percepita. A questo proposito, le *stablecoins* svolgono un triplice servizio. In primo luogo, consentono agli utenti delle applicazioni di finanza decentralizzata di evitare di convertire da e verso il denaro pubblico, lasciando i fondi nella *blockchain*. In secondo luogo, e di conseguenza, queste sono il ponte perfetto tra il sistema finanziario cripto e tradizionale. La terza caratteristica è di nuovo consequenziale alle precedenti: le *stablecoin* sono sempre più percepite come un “asset sicuro” per la cripto economia, un asset “a cui rivolgersi” per coprirsi dalla volatilità di altri *tokens* e un mezzo di scambio per aumentare la liquidità della cripto-economia nel suo complesso. Dato questo ruolo, non sorprende che molte applicazioni di finanza decentralizzata si stiano già impegnando in una forma di prestito garantito, in cui prendono in prestito le *stablecoin* a fronte di tassi di interesse elevati promessi al prestatore, attività che e può diventare particolarmente problematica durante momenti di illiquidità del mercato.<sup>87</sup>

La percezione delle *stablecoin* come asset “sicuri” per la cripto-economia comporta un ulteriore svantaggio. In momenti di elevata volatilità delle criptovalute, ci si può aspettare che le *stablecoin* siano

---

<sup>86</sup> R. WONG ed altri, *Why Stablecoins Fail: An Economist's Post-Mortem on Terra*, in *Richmond Fed Economic Brief*, 2022.

<sup>87</sup> Sul tema di diritto cartolare e blockchain, si veda P. LEOCANI ed altri, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa Rivista, 2022, II

un bene rifugio. Questo, di per sé, può essere considerato vantaggioso per la stabilità e la liquidità delle monete, in quanto significa che nei momenti di stress, le risorse affluiscono verso le *stablecoins*. Tuttavia, per mantenere la stabilità del valore, nei momenti di forte domanda, l'offerta di *stablecoin* dovrebbe aumentare per accogliere le risorse in arrivo. A sua volta, questo potrebbe aumentare notevolmente il *mismatch* di liquidità, in quanto gli emittenti di *stablecoin* potrebbero trovarsi di fronte a una carenza di riserve di alta qualità.

Guardando al problema da una prospettiva più ampia, questi meccanismi rendono le *stablecoin* più centrali nel sistema (cripto)finanziario, concentrando i suoi rischi e avvicinandosi all'apice della gerarchia finanziaria.<sup>88</sup> Seguendo l'analisi di Pistor, questo aumenta la probabilità di un'applicazione “elastica” della legge e di un intervento governativo di salvataggio, soprattutto se le *stablecoins* aumenteranno la loro interconnessione con il sistema finanziario tradizionale e l'economia reale. Il backstop dello Stato a beneficio del denaro privato non è raro, le *stablecoin* non sono denaro scritturale che trae la sua legittimità dal denaro pubblico circolante e lo integra. Al contrario, queste sono in competizione con il denaro circolante. Consentire a questa forma di denaro di muoversi verso l'apice del sistema finanziario minaccerebbe notevolmente la sovranità monetaria. Ancora di più in tempi di crisi, quando la probabilità di un backstop pubblico aumenta. Ciò significa che se le *stablecoins* possono ottenere un grado di centralità nel sistema finanziario, la loro fragilità intrinseca non sarà solo un problema di stabilità finanziaria, ma eroderà anche il controllo dello Stato sul denaro.

### 5.1.2 *Design del CBDC e stabilità finanziaria*

Esiste anche un canale indiretto per cui la concorrenza monetaria può avere un impatto sulla stabilità finanziaria. Immaginiamo che la minaccia alla sovranità monetaria sia percepita come seria e che gli Stati decidano di reagire offrendo CBDC con un design “attraente” per cercare credibilmente di superare la concorrenza delle *stablecoins*

---

<sup>88</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, cit., 323.

private. Come discusso in precedenza, non è chiaro se ciò consentirebbe di competere efficacemente con la moneta privata.<sup>89</sup>

Inoltre, e forse ancora più importante, il CBDC ha un impatto sul sistema finanziario tradizionale. L'esatta configurazione di tale impatto è incerta e la letteratura esistente evidenzia sia effetti potenzialmente positivi che negativi.<sup>90</sup> Questa ambiguità della letteratura è comprensibile, poiché tutti i contributi si basano su un certo grado di speculazione intellettuale in questa fase di preparazione e sperimentazione. Tuttavia, la centralità del design tecnologico e finanziario del CBDC è invariante in tutte le analisi esistenti.<sup>91</sup>

Le minacce potenziali per la stabilità finanziaria indotte dal CBDC sono duplici. In primo luogo, il CBDC potrebbe facilitare e incentivare le fughe dalle banche tradizionali e da altre istituzioni finanziarie in tempi di stress, in quanto una fuga diventerebbe più facile e sicura.<sup>92</sup> Inoltre, il CBDC potrebbe diminuire la quantità di credito disponibile, poiché la trasformazione qualitativa degli asset diventerebbe più complessa per gli istituti di credito. Ciò comporterebbe una disintermediazione bancaria, un aumento dei costi di finanziamento per le banche e, di conseguenza, un credito più costoso e il rischio di selezione avversa nelle decisioni di prestito.<sup>93</sup> Nel complesso, tutti

---

<sup>89</sup> Si veda il paragrafo 4.2.

<sup>90</sup> Per una panoramica completa dell'impatto dell'adozione del CBDC, si veda S. Infante e altri, *The Macroeconomic Implications of CBDC: A Review of the Literature*, in *Federal Reserve Finance and Economics Discussion Series*, 2022.

<sup>91</sup> I. AGUR, A. ARI e G. DELL'ARICCIA, *op. cit.* Sull'importanza del design della regolamentazione attinente al *Fintech*, si veda D. VALIANTE, *La regolazione dell'Intelligenza Artificiale in finanza: tra rischio e design*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, III.

<sup>92</sup> F. BÖSER and H. GERSBACH, *Monetary Policy with a Central Bank Digital Currency: The Short and the Long Term*, in *CEPR Discussion Paper*, 2020. Altri articoli sostengono che la stabilità finanziaria non subirebbe alcun impatto o addirittura aumenterebbe. Ancora una volta, il design del CBDC e le politiche relative alla sua emissione sono le variabili chiave. Per esempio, Brunnermeier e Niepelt sostengono che l'inclusione di una politica di passaggio della banca centrale alle banche private in caso di corsa al digitale preserverebbe la stabilità finanziaria. Cfr. M. K BRUNNERMEIER e D. NIEPELT, *On the Equivalence of Private and Public Money*, in *Journal of Monetary Economics*, 2019.

<sup>93</sup> R. ADALID e altri, *Central Bank Digital Currency and Bank Intermediation*, in *ECB Occasional Paper*, 2022. Sulla riduzione della redditività delle banche e sui

questi effetti collaterali aumentano gli incentivi delle banche ad assumere rischi eccessivi nel corso del ciclo finanziario, aumentando la probabilità di una crisi sistemica.

Un'esplorazione approfondita di tutti i possibili modelli di CBDC e delle loro implicazioni per la stabilità finanziaria e la concorrenza monetaria va oltre i confini di questo contributo. Tuttavia, è possibile considerare due modelli stilizzati ed estremi, uno “aggressivo” e uno “conservativo”. Questo aiuterà a chiarire la minaccia che tipologie “aggressive” della CBDC possono rappresentare per la stabilità finanziaria.

Da un lato, una CBDC “aggressiva” può essere un *token* circolante simile al contante che ogni individuo può utilizzare illimitatamente per immagazzinare valore e scaricare pagamenti in tutte le infrastrutture di pagamento e piattaforme online pertinenti.<sup>94</sup> Dall'altro lato, un CBDC “conservativo” può essere concepito come una moneta basata su un conto, a cui i commercianti e altri agenti economici possono accedere solo attraverso intermediari autorizzati.<sup>95</sup>

Il primo design più aggressivo del CBDC dovrebbe essere preferito se l'obiettivo finale di un CBDC è quello di superare la concorrenza delle alternative private. Tuttavia, è anche evidente che un tale design minaccia la stabilità finanziaria, in quanto disintermedia l'attività bancaria. Al contrario, il design più conservativo può realizzare guadagni di efficienza nella gestione dell'infrastruttura di pagamento e migliorare la stabilità bancaria al margine. Tuttavia, tale design non incentiva all'adozione del CBDC e contrastare la minaccia competitiva

---

rischi che può generare, si veda T. AHNERT e altri, *Central Bank Digital Currency and Financial Fragility*, in *ECB Working Paper Series*, 2023.

<sup>94</sup> J. CHIU and S. DAVOODALHOSSEINI, *Central Bank Digital Currency and Banking: Macroeconomic Benefits of a Cash-like Design*, in *Bank of Canada Staff Working Paper*, 2021. Si potrebbe pensare a progetti ancora più attraenti e aggressivi, in cui la CBDC abbia tassi di interesse positivi. Si veda, ad esempio, I. AGUR, A. ARI e G. DELL'ARICCIA, *op. cit.*, 64.

<sup>95</sup> Si veda la discussione in R. AUER e R. BÖHME, *The Technology of Retail Central Bank Digital Currency*, in *BIS Quarterly Review*, 2020, 93. Anche in questo caso, si potrebbe pensare ad un approccio più conservativo, secondo il quale i CBDC sono solo uno strumento all'ingrosso per il regolamento tra istituzioni finanziarie. Si veda R. AUER, G. CORNELLI and J. FROST, *Rise of the Central Bank Digital Currencies: Drivers, Approaches and Technologies*, in *BIS Working Papers*, 2020, 3.

delle alternative private. Il *trade-off* insito nel design del CBDC è ora ancora più chiaro.

Tuttavia, bilanciare questo trade-off non è necessario, in quanto i responsabili politici non dovrebbero tenere conto della concorrenza delle *stablecoin* quando progettano il CBDC. Al contrario, le uniche variabili rilevanti dovrebbero essere quelle di preservare la stabilità finanziaria e di rendere più efficiente la politica monetaria e l'infrastruttura dei pagamenti.

La potenziale pressione competitiva della moneta privata circolante, come le *stablecoin*, dovrebbe invece essere affrontata attraverso canali legali e normativi alternativi che impediscano alle *stablecoin* di raggiungere l'apice del sistema finanziario.

## 5.2 Aree valutarie (digitali) ottimali

Finora, questo contributo ha considerato la minaccia alla sovranità monetaria di un singolo Stato. Tuttavia, la moneta digitale non è vincolata da confini geografici e, se adottata, faciliterà le interazioni economiche transfrontaliere. È probabile che questo generi benefici grazie all'aumento degli scambi commerciali. Tuttavia, in base al quadro descritto finora, questo non è immune da rischi, in quanto gli shock si diffondono più facilmente.

Ancora una volta, non si tratta di una questione inedita, ma la componente digitale la innova notevolmente. Gli economisti discutono da tempo dell'area valutaria ottimale (AVO) per determinare l'area geografica che trarrebbe vantaggio dalla condivisione di una moneta unica nonostante i confini statuali.<sup>96</sup>

Il premio Nobel Robert Mundell ha sviluppato quattro criteri chiave per determinare un' Area Valutaria Ottimale. I Paesi che fanno parte della stessa Area Valutaria Ottimale dovrebbero avere (1) mercati del lavoro integrati; (2) apertura delle economie, con mobilità dei capitali e flessibilità dei prezzi e dei salari; (3) canali di mutualizzazione e

---

<sup>96</sup> Questa discussione è stata particolarmente accesa nel periodo precedente l'adozione dell'Euro. Si veda, ad esempio, R. MCKINNON, *Optimum Currency Areas and the European Experience*, in *Economics of Transition*, 2002, 343.

ridistribuzione, principalmente attraverso le politiche fiscali; (4) cicli economici simili per evitare la propagazione di shock asimmetrici.<sup>97</sup>

Tuttavia, l'analisi di Mundell non è direttamente adattabile alla moneta digitale e sono necessarie alcuni aggiustamenti per cogliere le sfide poste dalla portata globale del denaro digitale privato e definire aree di valuta digitale (AVD) ottimali.<sup>98</sup> Le aree di valuta digitale possono essere definite come reti in cui i pagamenti e le transazioni vengono effettuati digitalmente utilizzando una valuta specifica per quella rete.<sup>99</sup> La portata della rete definisce la AVD e, poiché le reti possono essere caratterizzate dall'interoperabilità, le AVD possono diventare significativamente più ampie e sovrapporsi.

I criteri di Mundell forniscono ancora una guida utile per ricavare un AVD ottimale. Tuttavia, i primi due criteri, la mobilità del lavoro e del capitale, non sono particolarmente rilevanti, in quanto impongono vincoli molto più bassi nel mondo digitale. Al contrario, il terzo e il quarto criterio, ossia la presenza di canali di mutualizzazione delle perdite e di cicli economici simili, sono cruciali nel mondo digitale.

I canali di mutualizzazione, come le politiche fiscali, sono fondamentali per garantire l'equità tra le varie aree, geografiche o digitali, poiché ci saranno trasferimenti di ricchezza derivanti dall'adozione della stessa valuta. Tuttavia, questo aspetto è strettamente legato alla sovranità monetaria e non è disponibile per le valute digitali emesse privatamente. In effetti, questo può incentivare gli emittenti privati ad ampliare eccessivamente una AVD, in quanto non sostengono l'onere politico e finanziario della mutualizzazione.

Un'argomentazione simile può essere proposta per il quarto criterio, che prevede cicli economici simili per limitare la propagazione di shock asimmetrici. Ancora una volta, gli incentivi privati all'emissione di denaro digitale si discostano dalla considerazione del benessere sociale, in quanto l'emittente di denaro sopporta solo una frazione dello shock.

---

<sup>97</sup> R. A. MUNDELL, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in *The American economic review*, 1961.

<sup>98</sup> Altri hanno affrontato la questione in modo simile, esaminando la portata ottimale delle criptovalute. Si veda J. MARTHINSEN e S. GORDON, *A Theory of Optimum Cryptocurrency Scope*, in *Economics of Innovation and New Technology*, 2021.

<sup>99</sup> M. BRUNNERMEIER, H. JAMES e J. LANDAU, *op. cit.*, 19.

Dalle argomentazioni proposte finora, è possibile dedurre che i AVD tenderanno ad essere più ampie di quanto sarebbe ottimale, in quanto gli emittenti privati guadagnano solo dall'aumento degli scambi nella loro rete, ma sono soggetti solo una frazione dell'onere legato alla redistribuzione e alla propagazione degli shock asimmetrici.<sup>100</sup>

Un'altra differenza chiave tra le aree valutarie digitali e fisiche è la dinamica spaziale. Da un lato, le aree valutarie fisiche nei tempi moderni sono intrinsecamente legate alla sovranità dello Stato, e la dinamica sottesa al dibattito è quella dell'allargamento dell'area valutaria oltre i confini statali, come è accaduto con l'adozione dell'Euro. Ciò implica costi politici e costi di cambio considerevoli, spesso insormontabili.<sup>101</sup>

D'altra parte, la diffusione globale è insita nella progettazione della moneta digitale, soprattutto considerando le possibilità sempre meno costose di costruire reti più ampie e interoperabili. Ciò implica che non solo le parti private sono incentivate a stabilire AVD troppo ampie, ma anche che questo è un obiettivo relativamente economico da raggiungere.

Tutti questi aspetti rafforzano l'argomentazione generale del presente contributo: il denaro digitale ha il potenziale per raggiungere l'apice del sistema finanziario globale, sfuggendo in gran parte al controllo degli Stati sovrani sulla creazione di denaro. Se da un lato questo può generare alcuni guadagni di efficienza, dall'altro solleva notevoli preoccupazioni. Tali preoccupazioni aumentano se inserite nel contesto di un sistema finanziario gerarchico in cui gli attori vicini

---

<sup>100</sup> Questo elemento non è del tutto nuovo e specifico della moneta digitale. Charles Goodhart ha già espresso le sue preoccupazioni sui rischi di concentrarsi troppo sulla minimizzazione dei costi, trascurando le questioni chiave della sovranità monetaria nella progettazione delle aree valutarie. Si veda C. GOODHART, *The Two Concepts of Money: Implications for the Analysis of Optimal Currency Areas*, in *European Journal of Political Economy*, 1998, 407. Altri autori hanno sottolineato che gli emittenti di valute digitali con un'ampia portata non saranno in grado di rispondere in modo ottimale a dinamiche macroeconomiche eterogenee, con il potenziale di generare eventi iper-inflazionistici, vedi G. CLAEYS, M. DEMERTZIS e K. EFSTATHIOU, *Cryptocurrencies and Monetary Policy*, in *Bruegel Policy Contribution*, Bruxelles, 2018.

<sup>101</sup> K. DOWD and D. GREENAWAY, *Currency Competition, Network Externalities and Switching Costs: Towards an Alternative View of Optimum Currency Areas*, in *Econ. J.*, 1993.



all'apice di tale gerarchia godono di un “vincolo di esistenza” in qualche modo meno rigido grazie alla garanzia implicita di solvibilità fornita dallo Stato.<sup>102</sup>

### 6. *Il ruolo del diritto: efficienza o frammentazione?*

Le principali minacce poste dalla concorrenza valutaria nell'era digitale sono quelle di aumentare l'instabilità finanziaria e di propagare facilmente gli shock asimmetrici. Ciò è particolarmente preoccupante in quanto gli Stati sovrani perderebbero il controllo sulla produzione di denaro, per cui l'aumento dell'instabilità e la facile propagazione degli shock dovrebbero essere affrontati in modo meramente reattivo. Al contrario, il controllo preventivo dello Stato sugli emittenti di denaro digitale privato sarebbe limitato. Questo, a sua volta, potrebbe generare un ulteriore rischio di azzardo morale.

Nella storia, problemi simili sono stati risolti imponendo un monopolio sulla creazione di denaro circolante, ma le specificità tecniche del denaro digitale suggeriscono che questo non sia un percorso percorribile. Allo stesso modo, impegnarsi attivamente nella concorrenza monetaria, cercando di superare la moneta digitale privato potrebbe non raggiungere il risultato desiderato e provocare gravi conseguenze indesiderate.

Tuttavia, i sistemi finanziari sono e restano costruiti legalmente.<sup>103</sup> Pertanto, anche la moneta digitale è e rimarrà soggetta alla costruzione legale del sistema finanziario, nonostante le proprietà tecnologiche la rendano in parte resistente agli interventi esterni.

Questo paragrafo propone due soluzioni giuridiche, apparentemente inefficienti, per limitare le minacce competitive della moneta digitale privata che mirano a prevenire le conseguenze più problematiche in termini di stabilità finanziaria e, in ultima analisi, a salvaguardare processo decisionale democratico.

#### 6.1 *Regolamentazione della convertibilità*

---

<sup>102</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, cit., 323.

<sup>103</sup> *ibidem* 325.

Il denaro privato ha bisogno dell'opzione di conversione in denaro pubblico circolante per essere credibile.<sup>104</sup> Questo vincolo per il denaro digitale è alleviato dal proprio design tecnologico. Tuttavia, per gli emittenti di denaro digitale è ancora fondamentale avvicinarsi all'apice del sistema finanziario, con tutti i vantaggi che ne derivano in termini di garanzia implicita e di elasticità del diritto.<sup>105</sup>

Prima di addentrarci nei dettagli della regolamentazione della convertibilità per la moneta digitale, è importante sottolineare che la regolamentazione della convertibilità non riguarda semplicemente la fornitura di una garanzia da parte dello Stato. Questo è il caso, ad esempio, dei depositi assicurati, per i quali lo Stato garantisce esplicitamente la convertibilità di questi crediti in moneta pubblica circolante, al valore nominale e in qualsiasi momento.<sup>106</sup>

Altri tipi di denaro privato sono stati in grado di ottenere una rete di sicurezza implicita da parte dello Stato, facendo leva sulle disposizioni di diritto privato. La storia recente del sistema finanziario è ricca di questi esempi: si pensi alle *asset-backed securities*, agli *asset-backed commercial papers* o alle azioni dei fondi del mercato monetario. Tutti questi strumenti non hanno mai goduto di una garanzia esplicita da parte dello Stato; tuttavia, la loro costruzione ha permesso loro di salire la scala del sistema finanziario, avvicinandosi all'apice e, di conseguenza, venendo costantemente aiutati e spesso salvati nei momenti di crisi.

La costruzione di diritto privato di questi strumenti è già stata discussa. In questa sede, è importante sottolineare come il diritto possa modellare la possibilità di convertire questi strumenti in denaro pubblico. La regolamentazione dei fondi del mercato monetario è l'esempio più significativo. Nei regimi precedenti al 2008, la maggior parte dei fondi monetari poteva offrire la conversione del “valore patrimoniale netto costante” con relativa facilità. Da un punto di vista funzionale, ciò equivale a collegare una *stablecoin* ad una moneta

---

<sup>104</sup> P. MEHLING, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*, Princeton, 2010.

<sup>105</sup> K. PISTOR, *A Legal Theory of Finance*, cit., 320. Sul ruolo chiave della convertibilità nella regolamentazione della finanza disintermediata, si veda F. KAJA, E. D. MARTINO e A. M. PACCES, *FinTech and the Law and Economics of Disintermediation*, in *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, I. CHIU e G. DEIPENBROCK (a cura di), New York, 2021.

<sup>106</sup> J. ARMOUR e altri, *op. cit.*, 280.

tradizionale come il Dollaro USA. Tuttavia, dopo il 2008 i regimi normativi sono cambiati e la possibilità di offrire un ‘Valore Patrimoniale Netto Costante’ dipende dal tipo di licenza che il fondo possiede e dalla costante osservanza di una serie di requisiti rigorosi. Al contrario, se il fondo non dispone della licenza necessaria o non rispetta tali requisiti, la legge regola la convertibilità in modo diverso. In questo senso, la convertibilità e i rischi di liquidità associati sono una costruzione giuridica.<sup>107</sup>

Regolamentare la convertibilità della moneta digitale significa impedire alle *stablecoins* di scalare la gerarchia del sistema finanziario. Il risultato sarebbe quello di mantenerle instabili, ignorando il fatto che tale instabilità genera eventi sistemici.<sup>108</sup>

La designazione normativa legata alla moneta privata digitale è la modalità più diretta per regolare efficacemente la convertibilità. Infatti, le *stablecoin* sono forgiate nella tecnologia, ma sono ancora coniate nella legge. Pertanto, è lo Stato ad assegnare loro un posto nel sistema finanziario gerarchico, tenendole lontane dall'apice o, al contrario, fornendo loro strumenti per salire nella gerarchia.

Come evidenziato in precedenza in questo contributo, la liquidità e la sicurezza sono i due elementi cruciali della moneta privata. Regolare la convertibilità significa, innanzitutto, regolare la liquidità e la sicurezza delle *stablecoin*. Pertanto, i detentori di *stablecoin* non dovrebbero essere dotati di diritti eccessivamente forti e rigidi. Più precisamente, non dovrebbe essere possibile concedere loro diritti di prelievo in ogni momento, secondo meccanismi che imitano quello del rimborso alla pari dei depositi. Inoltre, e forse ancora più importante, non dovrebbero poter beneficiare di privilegi fallimentari che consentano loro di fornire sicurezza e liquidità in tempi di crisi. In altre parole, le *stablecoin* possono essere mezzi di pagamento se le parti lo desiderano, ma non devono poter diventare un'alternativa affidabile per conservare valore.

---

<sup>107</sup> Sulla regolamentazione dei fondi comuni monetari e la sua somiglianza funzionale con le monete stabili, si veda E. D. MARTINO, *op. cit.*, 16.

<sup>108</sup> Molti hanno argomentato contro questa posizione, sostenendo che la stabilità delle monete stabili dovrebbe essere garantita dallo Stato per cogliere i potenziali guadagni di efficienza. Si veda, ad esempio, A. E. WILMARTH, *It's Time to Regulate Stablecoins as Deposits and Require Their Issuers to Be FDIC-Insured Banks*, in *GWU Legal Studies Research Paper*, 2022.

Inoltre, lo Stato dovrebbe impedire alle infrastrutture di pagamento di regolare i crediti in *stablecoin* o di assolvere gli obblighi dovuti allo Stato, soprattutto le tasse, con le *stablecoin*. In altri termini, le *stablecoin* possono essere mezzi di pagamento tra privati, ma non possono diventare un'unità di conto ampiamente riconosciuta.

A questo punto, si potrebbe affermare che un divieto raggiungerebbe in modo semplice ed efficace gli obiettivi desiderati, senza dover creare un'infrastruttura normativa complessa e costosa. Tuttavia, l'opzione del divieto non sembra essere una soluzione praticabile per due motivi. In primo luogo, se regolamentata in modo efficace, la moneta digitale può generare guadagni di efficienza, migliorando le infrastrutture di pagamento esistenti. In secondo luogo, un divieto normativo sarebbe molto probabilmente inefficace e potenzialmente controproducente. L'esempio più significativo di un divieto imposto sulle criptovalute è quello della Cina, dove le attività di criptovaluta sono state completamente vietate dal 2018.<sup>109</sup> Tuttavia, una ricerca mostra che, nonostante il divieto, il livello di adozione delle criptovalute in Cina rimane elevato, il che suggerisce che il divieto è inefficace o poco applicato.<sup>110</sup> Inoltre, cosa più importante ai fini di questo articolo, il Tribunale di Hangzhou ha riconosciuto il Bitcoin come proprietà virtuale.<sup>111</sup> Pertanto, il divieto cade sulle attività relative alle criptovalute, mentre la proprietà e la circolazione di questi beni virtuali rimangono tutelate dalle disposizioni generali del diritto privato.

Alcune giurisdizioni hanno proposto e promulgato nuove leggi sulle *stablecoin* e sui loro emittenti. I due esempi più significativi sono l'UE e il Regno Unito.<sup>112</sup> Queste giurisdizioni hanno un approccio molto

---

<sup>109</sup> H. DENG, R. HUI HUANG e Q. WU, *The Regulation of Initial Coin Offerings in China: Problems, Prognoses and Prospects*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, 2018, 465.

<sup>110</sup> H. SANDALI, *Emerging Markets Lead Global Crypto Adoption in Bear Market, Chainalysis Says*, in *Coin Desk*, 14 settembre 2022 <<https://go.chainalysis.com/geography-of-crypto-2022-report.html>> consultato il 17 aprile 2023.

<sup>111</sup> M. MITCHELL, *Chinese Court Upholds Legality of Bitcoin Ownership, BTC Protected by China's Property Laws*, in *Cryptoslate*, 7 November 2019 <<https://cryptoslate.com/chinese-court-upholds-legal-bitcoin-ownership-btc-protected-china-property-law/>> consultato il 17 aprile 2023.

<sup>112</sup> Per un confronto più dettagliato tra le leggi dell'UE e del Regno Unito sulle *stablecoin*, si veda E. D. MARTINO, *Cryptocurrencies and Stablecoin Regulation: A Framework for a Functional Comparative Analysis*, in *Research Handbook in*

diverso alla regolamentazione delle *stablecoin*, guidato da priorità politiche divergenti. Tuttavia, entrambe trascurano i problemi di stabilità finanziaria e di sovranità monetaria in gioco.

Il Regolamento Europeo MICA approvato nel maggio 2023 è l'atto legislativo più ampio e completo sulle attività di criptovaluta.<sup>113</sup> Il legislatore europeo ha deciso di costruire un quadro normativo completamente nuovo per le attività di criptovaluta, con l'obiettivo di diventare il leader mondiale nella regolamentazione degli asset di criptovaluta.<sup>114</sup>

La regolamentazione delle *stablecoin* è al centro dell'iniziativa legislativa con un'attenzione specifica alla protezione degli investitori.<sup>115</sup> Pertanto, gli investitori hanno sempre il diritto di ritirare o riscattare le loro monete.<sup>116</sup> Anche se tale riscatto è promesso al valore di mercato e non alla pari, la costruzione tecnologica e legale delle *stablecoin* genera un'aspettativa di sicurezza e di liquidità, che innescerebbe una fuga in caso di difficoltà.<sup>117</sup> D'altra parte, la normativa mira anche ad attrarre le attività di criptovaluta e, pertanto, offre agli emittenti di *stablecoin* la possibilità di investire le loro riserve in attività liquide, simili ai fondi del mercato monetario.<sup>118</sup> Ciò consente

---

*Comparative Financial Regulation*, E. D. MARTINO, H., NABILOU, A.M. PACCES (a cura di), Cheltenham, in corso di pubblicazione.

<sup>113</sup> Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937. OJ L 150, 9.6.2023, p. 40–205 – di seguito MICA. Per alcune considerazioni iniziali sulla proposta di regolamento del 2020, si veda F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?* in questa *Rivista*, 2021, II; V. LEMMA, *Banking e shadow banking al tempo del covid-19: riflessioni nella prospettiva del market in Crypto-assets (MiCA)*, in questa *Rivista*, 2020, III

<sup>114</sup> Questa strategia politica è comunemente nota come 'effetto Bruxelles'. A. BRADFORD, *The Brussels Effect*, in *Northwestern University Law Review*, 2012.

<sup>115</sup> Sull'approccio dell'UE alla regolamentazione delle monete stabili in relazione alle priorità normative, si veda Martino (n 80) 38-43.

<sup>116</sup> Articolo 35 MiCA.

<sup>117</sup> La legislazione stessa definisce gli “token collegato ad attività” – cioè una *stablecoin* – un tipo di cripto-attività che non è un token di moneta elettronica e che mira a mantenere un valore stabile facendo riferimento a un altro valore o diritto o a una combinazione dei due, comprese una o più valute ufficiali. Articolo 3(6) MiCA.

<sup>118</sup> Articolo 34 MiCA.

un certo grado di trasformazione qualitativa degli asset, aumentando i rischi di liquidità e peggiorando le prospettive di fuga in caso di prosciugamento della liquidità. Pertanto, il percorso delle *stablecoin* per scalare la gerarchia del sistema finanziario nell'UE è costruito nella legge e si riferisce ai diritti forti, rigidi e pro-ciclici forniti ai titolari di token in MiCA.<sup>119</sup>

Al contrario, il Regno Unito ha adottato un approccio più pragmatico. Nella sua fase finale di approvazione, il *Financial Service and Market Bill* (FSMB) non costruisce un nuovo quadro normativo per le *stablecoin*. Esso fa riferimento alla legislazione esistente per creare condizioni di parità e competitività tra cripto e finanza tradizionale. Questa scelta legislativa è in linea con l'obiettivo esplicito di rendere il Regno Unito un hub globale per la finanza cripto.<sup>120</sup> In questo quadro, le *stablecoin* sono designate come *Digital Settlement Assets* (DSA),<sup>121</sup> estendendo loro la regolamentazione dei sistemi di pagamento.<sup>122</sup> Questa architettura regolamentare sembra incoraggiare le *stablecoin* a competere. Tuttavia, tale concorrenza non è neppure paritaria. Innanzitutto, gli altri servizi di pagamento sono denaro scritturale, mentre le *stablecoin* sono denaro circolante. Inoltre, la FSMB riserva al Ministero del Tesoro un potere normativo praticamente illimitato.<sup>123</sup> Pertanto, la regolamentazione dei servizi di pagamento è solo un punto di partenza dal quale il Ministero del Tesoro può realizzare un regime normativo *ad hoc*, ampliando o limitando l'ambito di applicazione della

---

<sup>119</sup> Vedi *sopra*, testo alla nota 55. Sul ruolo cruciale delle licenze in MiCA, si veda F. ANNUNZIATA, *The Licensing Rules in MiCA*, in *Fintech Regulation and the Licensing Principle*, D. MOURA, V. PEREIRA e C. GRANADEIRO (a cura di), Francoforte, 2022.

<sup>120</sup> A questo proposito, Andrew Griffith, Segretario economico al Tesoro, ha dichiarato: "La sostanza è trattare [le cripto] come altre forme di attività finanziarie e non preferirle, ma anche farle rientrare per la prima volta nell'ambito della regolamentazione". Si veda 'Crypto Price Check: Market Sees Relief Rally', in *The Street*, 27 October 2022 <<https://www.thestreet.com/investing/crypto-price-check-market-sees-relief-rally>> consultato il 17 aprile 2023.

<sup>121</sup> Si veda l'Articolo 22(2) dell'FSMB, che definisce le *Digital Settlement Assets* come una "digital representation of value or rights, whether or not cryptographically secured, that— (a) can be used for the settlement of payment obligations, (b) can be transferred, stored or traded electronically, and (c) uses technology supporting the recording or storage of data (which may include distributed ledger technology)".

<sup>122</sup> Articolo 21(b) FSMB.

<sup>123</sup> Articolo 22, paragrafo 3, FSMB.

regolamentazione, modificando gli obblighi degli emittenti di stablecoin e così via. L'atteggiamento molto benevolo del Regno Unito nei confronti delle *stablecoin* sembra chiaro. Pertanto, contrariamente al nuovo regime dell'Unione Europea, con l'approccio pragmatico del Regno Unito, le *stablecoin* possono scalare la gerarchia del sistema finanziario grazie alla compiacenza dello Stato che si concentra sulla concorrenza normativa per attirare le attività crypto, trascurando, consapevolmente o inconsapevolmente, la minaccia che ciò può generare alla sovranità monetaria.

## 6.2 Frammentazione del mercato attraverso la regolamentazione

Avere aree di valute digitali (ADV) più ampie di quelle socialmente ottimali è la seconda minaccia fondamentale posta dalla circolazione di denaro digitale privato. Ciò implicherebbe che uno shock asimmetrico si propagherebbe facilmente in tutta la ADV, e gli Stati non avrebbero alcun controllo su di esso.

Le aree di valuta digitale sono state definite come reti in cui i pagamenti e le transazioni vengono effettuati digitalmente utilizzando una valuta specifica per quella rete. Mentre la rete stessa è costruita nella tecnologia e può avere un certo grado di resistenza alle intromissioni dello Stato e del diritto, le operazioni di tali reti sono definite dalla legge. Pertanto, una dis-coordinazione legale apparentemente inefficiente tra le diverse giurisdizioni ha il potenziale di frammentare ADV eccessivamente ampie.

Il canale più semplice e diretto per frammentare i ADV è quello di limitare l'interoperabilità della rete.<sup>124</sup> Tuttavia, come discusso in precedenza, questo potrebbe rivelarsi difficile, soprattutto una volta che il CBDC sarà adottato.<sup>125</sup>

---

<sup>124</sup> Sull'importanza dell'interoperabilità per scalare la rete di pagamenti digitali, M. CHRISTODORESCU e altri, *Universal Payment Channels': An Interoperability Platform for Digital Currencies*, in *arXiv preprint arXiv:2109.12194*, 2021. Per quanto riguarda le considerazioni di carattere politico sull'interoperabilità, si veda L. FEI, *Regulation under Administrative Guidance: The Case of China's Forcing Interoperability on Digital Platforms*, in *Computer Law & Security Review*, 2023.

<sup>125</sup> In una prospettiva più generale, sui benefici e sui rischi associati all'interoperabilità negli ambienti digitali, si veda J. PALFREY e U. GASSER, *Interop: The Promise and Perils of Highly Interconnected Systems*, New York, 2012.

Tuttavia, la frammentazione dei ADV può anche concretizzarsi tramite canali più indiretti, che di fatto restringono l'interoperabilità della rete. Gli approcci divergenti dell'UE e del Regno Unito nella regolamentazione delle *stablecoins* sono un possibile esempio di tale suddivisione normativa. Sebbene entrambi gli approcci siano stati criticati in precedenza a causa del loro design, il fatto che siano radicalmente diversi limita potenzialmente l'espansione delle DCA.

Tale dis-coordinamento va oltre le diverse configurazioni giuridiche, ma si basa su divergenze politiche. In questo caso, l'UE e il Regno Unito hanno opinioni radicalmente diverse sulla regolamentazione dei mercati finanziari dopo la Brexit.<sup>126</sup> Questi punti di vista nettamente diversi sugli obiettivi politici contrastavano anche prima di Brexit, basti pensare al percorso che ha portato alla creazione di una nuova area valutaria che adotta l'Euro come moneta unica. Tale percorso, per quanto imperfetto, si basa sulla progressiva armonizzazione degli aspetti fondamentali dei vari sistemi giuridici ed economici in un regime di cooperazione rafforzata.<sup>127</sup>

La regolamentazione dei mercati finanziari non è l'unico né il principale elemento di disaccordo politico nelle aree legate alla sovranità monetaria e alle reti digitali. Un'altra probabile fonte di frammentazione delle ADV relativa dalle normative è la regolamentazione dei dati e della privacy.<sup>128</sup> Inoltre, le preoccupazioni per la sicurezza nazionale, sollevate in particolare dai politici

---

<sup>126</sup> Sull'approccio del Governo britannico alla regolamentazione delle criptovalute, si veda L. LEDESMA, *UK Crypto-Focused Parliament Group Calls on New PM Sunak to Clarify Crypto Policies*, in *Coin Desk*, 25 ottobre 2022 <<<https://www.coindesk.com/policy/2022/10/25/uk-crypto-focused-parliament-group-calls-on-new-pm-sunak-to-clarify-crypto-policies/>>> accesso effettuato il 17 aprile 2023. Il livello di coordinamento normativo tra l'UE e il Regno Unito nel settore finanziario dipenderà in larga misura dalle decisioni di equivalenza prese dalle autorità dell'UE e del Regno Unito. Per una prima analisi di questi aspetti, si veda C. A. PETIT e T. BECK, *Recent Trends in UK Financial Sector Regulation and Possible Implications for the EU, Including Its Approach to Equivalence*, in *European Parliament Studies*, 2023.

<sup>127</sup> N. SCHÖNFELDER e H. Wagner, *Institutional Convergence in Europe*, in *Economics*, 2019.

<sup>128</sup> H. ADEN, *Interoperability between EU Policing and Migration Databases: Risks for Privacy*, in *European Public Law*, 2020. La rilevanza delle divergenze nella regolamentazione dei dati e della privacy per la ADV è stata notata per la prima volta da M. BRUNNERMEIER, H. JAMES e J. LANDAU, *op. cit.*, 20.



statunitensi nei confronti delle piattaforme straniere, soprattutto cinesi, forniscono un altro esempio di possibile limite indiretto all'eccessiva espansione delle ADV.<sup>129</sup>

Valutare quantitativamente l'impatto sociale di queste politiche va oltre lo scopo di questo contributo, soprattutto quando si tratta dell'impatto complessivo sul benessere sociali di divergenze normative politicamente sensibili, come le questioni di sicurezza nazionale. In questo contributo, l'analisi si limita all'effetto sul denaro digitale e alla frammentazione regolamentare che ne deriva.

La valutazione dell'ottimalità è problematica anche nel determinare l'estensione ottimale della ADV. Ad esempio, le frammentazioni guidate dalle normative possono portare a ADV troppo limitate o ancora troppo ampie. Tuttavia, questo aspetto è meno preoccupante. La determinazione esatta dell'area valutaria ottimale è più un'arte che una scienza, sia nel mondo fisico che in quello digitale. Infatti, l'effettiva determinazione delle aree valutarie dipende da una miriade di variabili, la maggior parte delle quali hanno una connotazione politica. Pertanto, i criteri di Mundell non devono essere intesi come criteri normativi ma come principi guida sia per le aree valutarie fisiche che per quelle digitali.

Le frammentazioni delle ADV guidate dalla regolamentazione otterrebbero risultati funzionalmente paragonabili alla regolamentazione geografica nel settore bancario che è persistita fino agli ultimi anni '80 sia in Europa che negli Stati Uniti. Ancora una volta, questa somiglianza funzionale con un esempio storico può fornire una lezione preziosa. La stretta regolamentazione regionale ha garantito un discreto grado di stabilità sistemica per un periodo molto lungo, limitando la propagazione degli shock generati da banche regionali. Tuttavia, nello stesso periodo si è assistito alla crescita di nuovi strumenti finanziari più speculativi, come i fondi del mercato monetario e le *asset-backed securities*, per aggirare una regolamentazione così rigida. Questo dovrebbe ricordare che la finanza è un sistema in

---

<sup>129</sup> Si veda, ad esempio, la Sezione 603 della proposta di un "Responsible Financial Innovation Act" in attesa di approvazione al Senato degli Stati Uniti (la cosiddetta proposta Lummis-Gillibrand).

continua evoluzione e il modo in cui essa viene regolata determina in modo endogeno il suo successivo progresso tecnico.<sup>130</sup>

## 7. *Conclusioni*

Questo contributo analizza il cambiamento del rapporto tra denaro pubblico e privato, indotto dall'ascesa delle tecnologie digitali e crittografiche. L'argomentazione si basa sulla teoria legale della finanza proposta dalla professoressa Pistor e sulla vasta letteratura macroeconomica sul tema del denaro.

Sulla base di questi contributi, l'articolo sviluppa un quadro analitico per comprendere e analizzare le minacce specifiche della circolazione del denaro privato nell'era digitale, evidenziando le somiglianze e le differenze con gli esempi storici precedenti.

L'articolo presenta tre fonti principali di minaccia. In primo luogo, la minaccia diretta alla stabilità finanziaria generata dalla disponibilità di denaro digitale e - nello specifico - dalle *stablecoins*. In secondo luogo, la minaccia indiretta rappresentata da risposte competitive potenzialmente aggressive da parte dello Stato. Nello specifico, l'articolo ha analizzato le potenziali minacce alla stabilità legate all'emissione di valute digitali della parte delle banche centrali, soprattutto se supportate da un design aggressivo volto a competere con il denaro privato circolante. In terzo luogo, il denaro privato circolante è progettato per essere senza confini e le reti che lo supportano hanno tutti gli incentivi a scalare per accaparrarsi ulteriori guadagni. Questo può creare problemi in termini di propagazione di shock asimmetrici, per cui gli shock che hanno origine in una specifica area geografica o digitale si diffondono attraverso la rete.

Tuttavia, anche se il denaro digitale viene forgiato con una tecnologia resistente alle intromissioni esterne, esso viene comunque coniato nel diritto. Di conseguenza, l'articolo dimostra che le sfide e i pericoli derivanti dalla circolazione di denaro digitale privato sono meglio gestiti dal diritto stesso. Nello specifico, la proposta è quella di regolare la convertibilità delle valute digitali in denaro pubblico e di

---

<sup>130</sup> D. AWREY, *Toward a Supply-Side Theory of Financial Innovation*, in *Journal of Comparative Economics*, 2013, 413.

limitare l'eccessiva espansione delle aree di valuta digitale attraverso regimi normativi non coordinati applicabili alla moneta digitale.



## **La regolazione del *design* dell'Euro digitale e il suo impatto su pagamenti, *privacy* e inclusione finanziaria.**

**SOMMARIO:** 1. Le questioni aperte dalla digitalizzazione del sistema finanziario. – 2. Euro digitale e obbligazioni pecuniarie. – 3. L'impatto dell'Euro digitale sulla *privacy*. – 4. Euro digitale e inclusione finanziaria. – 5. La necessità di superare il principio di neutralità tecnologica.

### *1. Le questioni aperte dalla digitalizzazione del sistema finanziario.*

Il regolamento europeo MiCAR<sup>1</sup>, il regime pilota europeo per le infrastrutture di mercato basate sulle tecnologie di registro distribuito<sup>2</sup> e il progetto di emissione della c.d. *central bank digital currency* (CBDC), oggetto di una recente Proposta di regolamento europeo<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937. Per un commento alla Proposta di regolamento v. F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)?*, in questa Rivista, 413 ss.; v. anche F. ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività. Riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, Ottobre 2020, 1 ss., in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>2</sup> REGOLAMENTO (UE) 2022/858 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE. Per un commento alle disposizioni italiane di attuazione v. U. MALVAGNA, *Digital Securities: Prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it). Sull'argomento v. anche F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, cit., 443 ss.; P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies – blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in questa Rivista, 2022, 73 ss.

<sup>3</sup> *Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on the establishment of the digital euro*, il cui testo è consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52023PC0369>.

(d'ora in poi Proposta di regolamento), si inseriscono nell'attuale progetto di digitalizzazione del sistema finanziario europeo, accelerato sia dalla diffusione degli *stablecoins* e di interventi normativi nazionali forieri di arbitraggi regolamentari<sup>4</sup>, sia – per quanto riguarda l'Euro digitale – dalla recente pandemia che ha diminuito l'utilizzo dei pagamenti *cash*<sup>5</sup>.

La digitalizzazione del sistema finanziario europeo può apportare diversi benefici. Le *distributed ledger technologies* (DLTs,) sono in grado di ridurre i tempi, i costi dei processi e i rischi operativi, di produrre una maggiore automatizzazione e trasparenza dei servizi di investimento e, soprattutto, di ridurre le soglie di investimento in ingresso per determinati strumenti, aumentandone il grado di liquidità<sup>6</sup>. L'utilizzo della DLT per l'emissione e la circolazione dell'Euro digitale, invece, permetterebbe un accesso universale ai servizi di pagamento, diminuendo anche i costi dei pagamenti *cross-border* e facilitando l'identificazione degli utenti privi di un profilo finanziario, grazie alla memorizzazione e alla condivisione tra i nodi dei dati delle operazioni poste in essere sulla *blockchain* e all'utilizzo di dati biometrici<sup>7</sup>.

---

Sull'argomento v. anche EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, 2020, 1 ss.

<sup>4</sup> F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, cit., 414.

<sup>5</sup> Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, Eurosystem, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)*, December 2020, 21 ss.

<sup>6</sup> P. LEOCANI, U. MALVAGNA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, A. TRANQUILLINI, *op. cit.*, 75.

<sup>7</sup> D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, M. L. PASSADOR, A. WEHRLI, *DLT-Based Enhancement of Cross-Border Payment Efficiency – a Legal and Regulatory Perspective* – (January 12, 2021). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3984523> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3984523>, 11 ss. e 27 ss. Nell'ambito del dibattito sulle CBDC si propone il coinvolgimento delle Banche Centrali nella prestazione di servizi deposito e di gestione di conti correnti di consumatori e imprese, (S. T. OMAROVA, *The People's Ledger: How To Democratize Money and Finance the Economy*, in *Vanderbilt Law Review*, 2021, 1231 ss.; J. CRAWFORD, L. MENAND, M. RICKS, *FedAccounts: Digital Dollars*, in *Washington L. Rev.*, 2021, 113 ss; tale proposta era già stata avanzata da J. TOBIN, *The case for preserving regulatory distinctions*, Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole, Federal Reserve Bank of Kansas City, 167 ss.) o addirittura un ruolo delle Banche centrali nella allocazione dei flussi di credito

Tuttavia, la digitalizzazione dell'Euro reca con sé alcune problematiche dovute, appunto, alla creazione di una moneta che, coniugando le caratteristiche della moneta scritturale e, pare, anche della moneta avente corso legale, si presenta di difficile inquadramento in termini di *privacy*, accessibilità e, di conseguenza, di regolazione. Lo scopo del presente *paper* è dunque quello di indagare il possibile impatto dell'Euro digitale sulla *privacy* degli utenti, sul sistema dei pagamenti e sull'inclusione finanziaria.

In primo luogo, la digitalizzazione della moneta avente corso legale comporterà la produzione e la raccolta di dati sulle operazioni di pagamento, ponendo diversamente dal contante un problema di *privacy* degli utenti<sup>8</sup>, soprattutto in caso di ricorso alle DLT, che implicano l'immutabilità e la pubblicità dei relativi dati<sup>9</sup>.

In secondo luogo, munire di corso legale una forma di moneta scritturale, a prescindere dall'utilizzo della DLT per la sua emissione e circolazione, imporrà di diminuire il c.d. *digital divide* onde evitare di creare nuove sacche di esclusione finanziaria tra i cittadini – come la popolazione anziana – privi di un'adeguata padronanza dei nuovi *tools* digitali<sup>10</sup>.

---

all'economia tramite acquisto di titoli emessi da organismi pubblici (S. OMAROVA, *op. cit.*, 1231 ss.). L'attuazione di tali proposte in Europa porrebbe seri dubbi di compatibilità con l'art. 127 TFUE, che attribuisce al SEBC la definizione e l'attuazione della politica monetaria dell'Unione ma non la politica economica (in tal senso F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia. Come intelligenza artificiale e DLT stanno trasformando lo strumento monetario*, Torino, 2022, 129), dubbi non fugati nemmeno dall'interpretazione estensiva della nozione di politica monetaria operata dalla Corte di giustizia: v. S. LOMBARDO, *op. cit.*, 345 ss.; v. C. Giust. UE, 11 dicembre 2018, C-493/17, Weiss e a., cit., e C. Giust. UE, 16 giugno 2015, C-62/14, Gauweiler e a. contro Deutscher Bundestag, cit.; v. H. NABILOU, A. PRÜM, *op. cit.*, 1094-1095.

<sup>8</sup> F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 13 ss., che parla una di moneta potenziata, capace di perseguire una quarta funzione (strumento di raccolta di informazioni), ulteriore rispetto alle tre tradizionalmente assegnategli.

<sup>9</sup> V. A. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *Blockchain e protezione dei dati personali*, in *Dir. inf.*, 2019, 629 ss.

<sup>10</sup> V. M. C. PAGLIETTI, *The Vulnerable Digital Payment Systems Consumer. A New Normative Standard?*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale Competition and Payment Services Conference Papers Banca d'Italia*, Rome, 16-17 June 2022 Collection of contributions and writings by Vincenza Profeta, 27 ss.; V. L. SCARCELLA, *The implications of adopting a European Central Bank Digital Currency: A Tax Policy Perspective*, in *EC Tax Review*, 2021, 177 ss. Secondo il

Conseguentemente il *design* dell'Euro digitale è fondamentale per garantire ai soggetti esclusi dal sistema finanziario mezzi di pagamento digitali accessibili e gratuiti. Tale possibilità, pur avendo un collegamento solo indiretto con la tutela dei diritti fondamentali, è comunque un presupposto fondamentale dell'inclusione sociale<sup>11</sup>, soprattutto in caso di eventuale riduzione o, addirittura, di abbandono dei pagamenti *cash*<sup>12</sup>.

L'efficacia della regolazione, l'effettività dell'*enforcement* e della vigilanza, nonché la stessa tutela degli utenti con scarsa educazione finanziaria, rendono preferibile un accesso intermediato ai servizi di pagamento in Euro digitale, poiché in un contesto di disintermediazione pura, quale quello delle *DLT permissionless*, verrebbe meno sia la tipica funzione di rimedio ai fallimenti del mercato svolta dagli intermediari<sup>13</sup>, sia un centro di responsabilità per la scorretta esecuzione

---

rapporto del 2022 del *Digital Economy and Society Index (DESI)* solo il 54% della popolazione europea possiede le abilità di base per utilizzare gli strumenti digitali: EUROPEAN COMMISSION, *Digital Economy and Society Index (DESI)*, 2022, Thematic Chapters, 14 ss.

<sup>11</sup> V. C. Giust. UE, 26 gennaio 2021, cause riunite C-422/19 e C-423/19, Johannes Dietrich e Norbert Häring c. Hessischer Rundfunk, in *Giur. comm.*, 2022, 1, 50 ss., con nota di G. L. GRECO, V. SANTORO, *Limiti all'uso del contante e regime giuridico del corso legale delle banconote*, ivi, nonché le conclusioni presentate il 29 settembre 2020 sul medesimo caso dall'Avvocato Generale Giovanni Pitruzzella, in particolare i paragrafi 137-138; v. S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT AND B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, in *Common Market Law Review* 58, 1049 ss.; v. F. LUPO-PASINI, *Financial inclusion and the "war for cash"*, in *Law and Contemporary Problems*, n. 1 2021, 17 ss.

<sup>12</sup> Nelle intenzioni della BCE, tuttavia, l'Euro digitale deve essere complementare al contante, che deve dunque rimanere tra le principali modalità di pagamento: EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 1 ss.; v. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *Central bank digital currencies, foundational principles and core features*, Report n. 1, in a series of collaboration from a group of central banks, Bank of Canada, European Central Bank Bank of Japan Sveriges Riksbank Swiss National Bank Bank of England Board of Governors Federal Reserve System Bank for International Settlements, 2020, 10; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *A digital euro: a contribution to the discussion on technical design choices*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 10, 2021, 9.

<sup>13</sup> V. per tutti A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, Milano, 2016, 7 ss.



dei pagamenti<sup>14</sup>. Non a caso la preferenza per le *DLT permissioned* è espressa non solo nei vari report sulla CBDC, ma anche dal legislatore europeo nel *DLT Pilot Regime* e nel regolamento *MiCAR*<sup>15</sup>.

La rinuncia a modelli di disintermediazione pura comporta però la rinuncia ai risparmi sui costi di intermediazione, ponendo così problemi di giusta remunerazione dei servizi di pagamento in CBDC.

La natura ibrida dell'Euro digitale ha indotto la dottrina ad interrogarsi principalmente sulla competenza della BCE all'emissione di tale CBDC<sup>16</sup>. Tale interrogativo appare opportuno dato che, alla luce delle possibili esternalità negative che l'emissione dell'Euro digitale potrebbe produrre sul sistema bancario, come la riduzione dei fondi per la raccolta del risparmio e la conseguente riduzione dei flussi di credito all'economia<sup>17</sup>, non sono escluse possibili contestazioni alla competenza della BCE, come già verificatosi in materia di politica monetaria nei casi *Weiss* e *Gauweiler* decisi dalla Corte di Giustizia<sup>18</sup>.

---

<sup>14</sup> V. in generale D. A. ZETZSCHE, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *Decentralized Finance*, cit., 184 ss.; v. D. A. ZETZSCHE, L. ANKER-SØRENSEN, M. L. PASSADOR, A. WEHRLI, *DLT-Based Enhancement of Cross-Border Payment Efficiency – a Legal and Regulatory Perspective – (January 12, 2021)*, cit., 34-35; P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *Blockchain and the Law. The Rule of Code*, Cambridge, London, 2018, *passim*; F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 21 ss.

<sup>15</sup> Lo rileva F. MATTASSOGLIO, *Le proposte europee in tema di crypto-assets e DLT. Prime prove di regolazione del mondo crypto o tentativo di tokenizzazione del mercato finanziario (ignorando bitcoin)*, cit., 420-421, 444.

<sup>16</sup> v. C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, S. GRUNEWALD, *Digital Euro, Monetary Objects and Price Stability—a Legal Analysis (January 1, 2021)*, in *Journal of Financial Regulation*, Osgoode Legal Studies Research Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3839325>; v. BCE, *Report on a Digital Euro*, 2020, 24 ss.; S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, in *Common Market Law Review* 58: 1029–1056, 2021; sui profili giuridici v. anche G. BOSI, *Digital Euro e dintorni giuridici*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 219 ss. e ID., *Taking CBDC Seriously*, in *Banca imp. soc.*, 2020, 67 ss.

<sup>17</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 16 ss.; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 12-13; P. MOTTURA, *op. cit.*, 2 ss.; v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *Technological progress and institutional adaptations: the case of the central bank digital currency (CBDC)*, in *Questioni di Economia e Finanza*, 690, April 2022, 16-17.

<sup>18</sup> V. C. Giust. UE, 11 dicembre 2018, C-493/17, *Weiss e a.*, in [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu), e C. Giust. UE, 16 giugno 2015, C-62/14, *Gauweiler e a. contro Deutscher Bundestag*, in [curia.europa.eu](http://curia.europa.eu); v. S. LOMBARDO, *Riflessioni sull'indipendenza della Banca*

Pur trattandosi di una moneta che, secondo le intenzioni della Commissione Europea, avrà corso legale, essendo digitale la CBDC non è equivalente al contante<sup>19</sup>, ma al contempo proprio il corso legale ne esclude la riconducibilità alla mera moneta scritturale<sup>20</sup>.

La natura ibrida della CBDC e i riferimenti nei Trattati al carattere materiale della moneta generano alcuni dubbi sulla competenza della BCE all'emissione dell'Euro digitale. Scartata l'ipotesi di fondare tale competenza sull'art. 127 TFUE, sostenuta da alcuni autori<sup>21</sup>, poiché ne manca il presupposto di fatto, cioè l'impossibilità della BCE di attuare la politica monetaria per l'utilizzo diffuso di monete private come mezzi di pagamento<sup>22</sup>, occorre concentrarsi sull'art. 128 TFUE e sull'art. 16, par. 1, Statuto del SEBC. L'art. 128 TFUE, evidenziando la cessione della sovranità monetaria da parte degli Stati membri alla BCE, attribuisce a quest'ultima il diritto esclusivo di regolare la quantità di banconote emesse, mantenendo però in capo alle singole banche centrali nazionali il potere di emettere concretamente le

---

*Centrale Europea alla luce dei contrasti Corte di Giustizia/BVerfG fra variabile dipendente e indipendente*, in questa Rivista, 2021, 345 ss.; H. NABILOU, A. PRÜM, *Central Banks and Regulation of Cryptocurrencies*, in *Review of Banking & Financial Law*, 2020, 1094-1095.

<sup>19</sup> F. MATTOSSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 105-107, sottolinea che contante e *token* non sono assimilabili.

<sup>20</sup> Sulle diverse forme di moneta, della banca centrale e non, v. R. DE BONIS, G. FERRERO, *op. cit.*, 8 ss.

<sup>21</sup> S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, cit., 1035-1038. Per un commento all'art. 127 TFUE v. S. D'ACUNTO, *Art. 127*, in A. TIZZANO (a cura di), *Trattati dell'Unione Europea*, ed. II, Milano, 2014, 1340 ss.

<sup>22</sup> Secondo la BCE in media solo il 4% dei cittadini europei possiede cripto attività: EUROPEAN CENTRAL BANK, *Study on the payment attitudes of consumers in the euro area (SPACE)- 2022*, December 2022, 55-56. La scarsa diffusione di monete private è confermata da Banca d'Italia, per la quale alla fine del 2021 solo il 2,2% delle famiglie italiane deteneva cripto attività: BANCA D'ITALIA, *Bollettino Economico*, 1, 2023, 46-47. Sui difetti delle cripto valute v. F. PANETTA, *Cripto-domino: lo scoppio delle bolle delle cripto-attività e il destino della finanza digitale*, Intervento di apertura di Fabio Panetta, Membro del Comitato esecutivo della BCE, in occasione dell'Insight Summit presso la London Business School, Londra, 7 dicembre 2022, [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221207\\_1~7dccb0e1d0.it.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221207_1~7dccb0e1d0.it.html); in generale v. M. AMATO, L. FANTACCI, *Per un pugno di bitcoin. Rischi e opportunità delle monete virtuali*, 2° edizione, Milano, 2018, *passim*, spec. 28 ss..

banconote, sulla scorta del principio dell'esecuzione decentrata dei compiti del SEBC<sup>23</sup>.

Sulla base di un'interpretazione letterale si è sostenuto che l'art. 128, par. 1, TFUE e l'art. 16 dello Statuto del SEBC non precluderebbero l'emissione di banconote in formato digitale, poiché non specificano il loro formato – cartaceo o elettronico – e attribuirebbero principalmente importanza alla loro natura di passività della banca centrale<sup>24</sup>. Ciò sarebbe avvalorato da un'interpretazione storica di tali disposizioni, poiché né al tempo del Trattato di Maastricht né al tempo delle modifiche ai Trattati le valute digitali erano sufficientemente diffuse da poter essere prese in considerazione<sup>25</sup>.

In senso apparentemente contrario ad un Euro digitale depongono il par. 2 dell'art. 128 TFUE, il quale, riferendosi alle monete metalliche, dimostra di considerare espressamente anche il mezzo col quale si esprime il valore monetario, e l'art. 11 del Regolamento CE 974/78 del Consiglio relativo all'introduzione dell'Euro come moneta unica, che pur non potendo costituire un canone ermeneutico del TFUE si riferisce alle monete metalliche alludendo al carattere materiale della moneta. Si tratta, però, di indici letterali non univoci, poiché ad esempio l'art. 282 TFUE non contiene alcun riferimento al sostrato materiale dell'Euro, con la conseguenza che la BCE deve ritenersi competente ad emettere tale valuta nel formato – digitale o materiale – che ritenga più opportuno<sup>26</sup>.

Non pare però possibile sostenere che, per fondare sull'art. 128 TFUE la competenza della BCE, tale CBDC dovrebbe avere le stesse caratteristiche delle banconote<sup>27</sup>, poiché le monete digitali e le monete

---

<sup>23</sup> O. PALLOTTA, *Art. 128 TFUE*, in A. TIZZANO (a cura di), *Trattati dell'Unione Europea*, Giuffrè, Milano, 2014, 1347.

<sup>24</sup> S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, cit., 1033.

<sup>25</sup> S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, cit., 1033-1034.

<sup>26</sup> V. G. GRECO, V. SANTORO, *Limiti all'uso del contante e regime giuridico del corso legale delle banconote*, in *Giur. comm.*, 2022, 71-72.

<sup>27</sup> In tal senso sembrano invece S. GRÜNEWALD, C. ZELLWEGGER-GUTKNECHT, B. GEVA, *Digital euro and ECB powers*, cit., 1033, 1036, 1038; H. SIEKMANN, *Legal Tender in The Euro Area*, Institute for Monetary and Financial Stability GOETHE UNIVERSITY FRANKFURT WORKING PAPER SERIES NO. 122, 2018, 24.

cartacee sono ontologicamente diverse in termini di *privacy*, costi e accessibilità.

Anche se l'Euro digitale sarà emesso da un'autorità pubblica e non da privati, interessati alla raccolta di dati personali per utilizzare a scopi commerciali il c.d. *surplus* comportamentale, i pagamenti digitali sono tracciabili a differenza del contante<sup>28</sup>. Sotto un altro profilo, i pagamenti *cash* non comportano costi per gli utenti (salvo ovviamente il costo opportunità di recarsi ad un ATM per prelevare il contante), mentre i pagamenti digitali intermediati possono soggiacere ai costi di apertura e gestione di un conto di pagamento ed al pagamento di commissioni.

## 2. Euro digitale e obbligazioni pecuniarie.

In generale, l'introduzione di una forma digitale di moneta pubblica quale mezzo di scambio si pone in linea di continuità col processo di emancipazione del pagamento pecuniario da una concezione "reale", per la quale aveva potere liberatorio solo la *traditio* di monete metalliche e banconote stampate dalla Banca centrale, e di accoglimento del principio secondo cui l'adempimento richiede l'attribuzione della disponibilità giuridica di un valore monetario<sup>29</sup>.

Occorre però evidenziare come il concreto *design* dell'Euro digitale possa incidere sulla capacità di tale valuta digitale di svolgere pienamente alcune delle funzioni tipicamente riconosciute alla moneta, quali quella di mezzo di scambio e di riserva di valore.

Ed infatti, la necessità di salvaguardare il ruolo del contante quale principale mezzo di scambio richiede di limitare la capacità dell'Euro digitale di fungere da mezzo di estinzione delle obbligazioni. L'art. 9 della Proposta di regolamento, pur prevedendo che l'Euro digitale abbia corso legale, prevede infatti una serie di eccezioni al generale obbligo di accettare pagamenti in Euro digitale, in discontinuità rispetto al

---

<sup>28</sup> Sul tema si rinvia a S. ZUBOFF, *Il capitalismo della sorveglianza. Il futuro dell'umanità nell'era dei nuovi poteri*, Roma, 2019, *passim*.

<sup>29</sup> G. MARINO, *Verso l'Euro digitale: la moneta legale nell'epoca della digitalizzazione*, in *Jus Civile*, 2022, 917 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 131 ss.; di ulteriore tappa nel percorso di smaterializzazione della moneta parla V. ZENO-ZENCOVICH, *Profili civilistici dell'Euro digitale*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 25 ss.

generale potere liberatorio attribuito, appunto, alla moneta avente corso legale<sup>30</sup>.

La sopra menzionata necessità di salvaguardare la stabilità finanziaria, invece, ha indotto il legislatore europeo a prevedere nell'art. 15 della Proposta di regolamento sull'introduzione dell'Euro digitale limiti alla funzione di riserva di valore di tale valuta, la cui concreta definizione è delegata alla BCE ai sensi dell'art. 16. Si tratta, in particolare, di limiti all'ammontare di Euro digitale che un singolo può detenere sia *online* sia *offline*, e che, secondo un recente rapporto, per evitare un eccessivo impatto sulla raccolta del risparmio e l'esercizio del credito da parte delle banche dovrebbero corrispondere a circa 3000 Euro per utente<sup>31</sup>.

Tuttavia, la contemporanea presenza del contante e della CBDC quali mezzi di pagamento deve essere regolata in maniera analitica, occorrendo evitare una situazione di incertezza giuridica in un settore, quello delle obbligazioni pecuniarie, che per definizione esige regole chiare<sup>32</sup>.

Dall'art. 10 del regolamento UE 974/98, interpretato alla luce dell'art. 1 della raccomandazione 2010/191/UE della Commissione, si ricava, infatti, che il corso legale della valuta implica: 1) che il creditore dell'obbligazione pecuniaria è obbligato ad accettare tale valuta, 2) che il valore monetario di quest'ultima è pari al suo valore nominale e 3) che l'obbligazione pecuniaria si estingue con moneta avente corso legale<sup>33</sup>. L'obbligo di accettazione da parte del creditore della moneta avente

---

<sup>30</sup> V. *Report of the Euro Legal Tender Expert Group (ELTEG) on the definition, scope and effects of legal tender of euro banknotes and coins*, 4.

<sup>31</sup> B. MELLER, O. SOONS, *Know your (holding) limits: CBDC, financial stability and central bank reliance*, *ECB Occasional Paper Series* No 326, 2 ss.

<sup>32</sup> Si rinvia alle osservazioni di S. VANINI, *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria fra limiti nazionali al trasferimento del contante e interpretazione uniforme della nozione di «corso legale» dell'euro: coordinate per una proposta ricostruttiva*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 900 ss.

<sup>33</sup> *Report of the Euro Legal Tender Expert Group (ELTEG)*, *op. cit.*, 4. Come osserva la Corte di Giustizia (C. Giust. UE, 26 gennaio 2021, cause riunite C-422/19 e C-423/19, cit., par. 48), «È vero che, ai sensi dell'articolo 288, paragrafo 5, TFUE, le raccomandazioni non sono intese a produrre effetti vincolanti e non sono in grado di creare diritti che i singoli possono invocare dinanzi a un giudice nazionale. Esse fanno tuttavia parte degli atti giuridici dell'Unione, cosicché la Corte può prenderle in considerazione quando forniscono elementi utili per l'interpretazione delle disposizioni pertinenti del diritto dell'Unione».

corso legale ha sempre garantito regole certe e chiare all'adempimento delle obbligazioni pecuniarie<sup>34</sup>, insieme alla ritenuta impossibilità per il debitore, nell'ordinamento italiano, di opporre circostanze soggettive per estinguere l'obbligazione, quali la carenza di liquidità<sup>35</sup>.

I limiti all'utilizzo della moneta avente corso legale introdotti dagli Stati membri, giustificati da esigenze di interesse pubblico, quali il contrasto all'evasione fiscale, al riciclaggio ed al finanziamento del terrorismo, si sono sempre tradotti in soglie analiticamente fissate dai vari legislatori. Al contrario, l'art. 9 della Proposta di regolamento prevede delle eccezioni all'obbligo di accettazione dell'Euro digitale basate su circostanze meramente individuali e soggettive relative al beneficiario del pagamento<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> S. VANINI, *op. cit.*, 900 ss. Il potere liberatorio della moneta avente corso legale è un principio fondamentale dell'ordine pubblico monetario caratterizzante gli ordinamenti moderni (B. INZITARI, voce «*Obbligazioni pecuniarie*», in *Digesto/civ.*, vol. XII, Torino, 1995, ss.), tanto che in alcuni ordinamenti, come in Francia, il rifiuto di moneta avente corso legale è penalmente sanzionato (V. H. SIEKMANN, *op. cit.*, 22); in Spagna l'art. 47, *Real decreto legislativo 1/2007*, proibisce il rifiuto del pagamento in contanti nei limiti stabiliti dalla normativa tributaria, il quale è poi soggetto a sanzioni pecuniarie in base agli artt. 48, par. 2, lett. a) e 49.

<sup>35</sup> Le obbligazioni pecuniarie sono ritenute inestinguibili per impossibilità sopravvenuta: A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Torino, 1996 125-126; M. GIORGIANNI, *L'inadempimento: corso di diritto civile*, ed. III, Milano, 1975, 305. La tesi è condivisa anche dalla dottrina che ritiene che il criterio di imputazione della responsabilità per inadempimento sia la colpa, poiché il debitore che non paga ma dispone di beni patrimoniali è per ciò stesso in colpa, dato che la prudenza esige di non contrarre obbligazioni pecuniarie senza cautelarsi contro il cattivo andamento del mercato o l'inadempimento dei propri debitori: C. M. BIANCA, *Diritto civile*, V, *La responsabilità*, Milano, 2015, 28-29; ID., *Dell'inadempimento delle obbligazioni. Artt. 1218-1229*, in A. SCIALOJA, G. BRANCA, *Commentario del Codice civile*, Bologna-Roma, 1967, 101 ss. Autorevole dottrina ritiene che nelle obbligazioni pecuniarie possa configurarsi l'inesigibilità della prestazione, nei (limitati) casi nei quali l'interesse del creditore all'adempimento contrasti con un interesse del debitore prevalente secondo l'ordinamento: L. MENGONI, *Responsabilità contrattuale (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1988, 1089.

<sup>36</sup> Article 9 (Exceptions to the obligation to accept the digital euro): «By way of derogation from Article 7(3) and Article 8, a payee shall be entitled to refuse digital euro in any of the following cases: (a) where the payee is a an enterprise which employs fewer than 10 persons or whose annual turnover or annual balance sheet total does not exceed EUR 2 million, or is a non-profit legal entity as defined in in Article 2, point (18), of Regulation (EU) 2021/695 of the European Parliament and of the Council<sup>44</sup>, unless it accepts comparable digital means of payment; (b) where a refusal

Si tratta invero di eccezioni astrattamente compatibili con la nozione di corso legale, la quale in base all'art. 11 del Regolamento 974/98, interpretato alla luce degli artt. 2 e 3 della Raccomandazione 2010/191/UE, implica un obbligo di accettazione della valuta generale ma non assoluto, essendo salvi i rifiuti opposti in buona fede dal beneficiario poiché motivati, ad esempio, dall'impossibilità di corrispondere il resto o dalla sproporzione tra il valore nominale della banconota e l'importo dovuto.

Anche se l'orientamento espresso dall'art. 9 mira ad evitare di imporre ai beneficiari i costi connessi all'adozione della nuova tecnologia per ricevere i pagamenti in CBDC<sup>37</sup>, la soluzione proposta rappresenta una via di mezzo tra la mancanza di corso legale, auspicata da certa dottrina<sup>38</sup>, e un obbligo di accettazione incondizionato, per giunta ipotizzata attraverso norme dalla formulazione generica e ambigua.

Di conseguenza è auspicabile che eventuali eccezioni all'obbligo di accettazione dell'Euro digitale siano regolate analiticamente, onde evitare di creare ulteriore incertezza giuridica in un settore, quello dell'estinzione dell'obbligazione pecuniaria, che, essendo ormai caratterizzato dalla convivenza di una pluralità di mezzi di scambio (banconote e monete, moneta scritturale, cripto valute e, a breve, CBDC), richiede una specificazione del loro ambito di utilizzo.

Ad esempio, la possibilità di rifiutare l'Euro digitale quale mezzo di pagamento nelle operazioni riguardanti attività personali o casalinghe, delineata dall'art. 9, par. 1, lett. c) della Proposta di regolamento, richiede la specificazione delle caratteristiche di tali attività;

---

is made in good faith and where such refusal is based on legitimate and temporary grounds in line with the principle of proportionality in view of concrete circumstances beyond the control of the payee; (c) where the payee is a natural person acting in the course of a purely personal or household activity; (d) where, prior to the payment, the payee has agreed with the payer on a different means of payment, subject to Article 10. For the purposes of point (b), the burden of proof to establish that legitimate and temporary grounds existed in a particular case and that the refusal was proportionate shall be on the payee».

<sup>37</sup> Questa è la *ratio* dell'esenzione secondo S. L. FORNARI, D. SCHETTINI, *Euro digitale: primi commenti alla Proposta di regolamento. Tra innovazione tecnologica e adozione di massa*, Luglio 2023, 3, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>38</sup> ZENO ZENCOVICH, *op. cit.*, 31-32; in senso favorevole al corso legale della moneta digitale F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 131 ss

diversamente, è facile prevedere che l'anonimato del contante induca i beneficiari ad opporre pretestuosamente la natura personale o casalinga dell'attività oggetto di scambio e a rifiutare la CBDC, minandone la rilevanza quale mezzo di pagamento.

L'esenzione dall'obbligo di accettazione dell'Euro digitale per le micro-imprese, delineata dall'art. 9, par. 1, lett. a) per evitare di accollare a tali soggetti i costi derivanti dall'onere di aggiornamento tecnologico<sup>39</sup>, rischia di creare arbitraggi regolatori tra gli Stati aderenti all'Euro e, conseguentemente, di pregiudicare l'uniforme utilizzo della CBDC all'interno di essi.

Ed infatti, se, come prevede la lettera a), l'Euro digitale non sarà rifiutabile qualora le micro-imprese accettino strumenti di pagamento digitali comparabili, l'esenzione dall'obbligo di accettazione potrebbe essere neutralizzata in quegli Stati dell'UE (come Belgio, Grecia e Italia) che obbligano venditori al dettaglio e prestatori di servizi all'accettazione di pagamenti digitali<sup>40</sup>, mentre rimarrebbe applicabile negli altri Stati. In ogni caso, qualora fossero confermati, i presupposti dell'esenzione di cui all'art. 9, lett. a) sarebbero difficilmente sindacabili al momento del pagamento, richiedendo un'attività di verifica incompatibile con le esigenze di certezza e rapidità insite in materia di adempimento delle obbligazioni pecuniarie, e che verosimilmente sarebbe svolta solo in caso di controversie riguardanti, in linea di massima, pagamenti di importo rilevante.

Al momento, dunque, non pare che l'orientamento della Commissione UE, condiviso dalla BCE, deponga nel senso dell'utilizzo

---

<sup>39</sup> S. L. FORNARI, D. SCETTINI, *op. cit.*, 3, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

<sup>40</sup> In Belgio, l'art. 18 della *loi du 17 mars 2022*, modificando l'articolo VI.7/4 del *code du droit économique*, ha introdotto l'obbligo per qualsiasi impresa, anche piccola, di mettere a disposizione del consumatore un mezzo di pagamento elettronico; in Grecia un obbligo simile è previsto dalla decisione n. 45231 del 20 aprile 2017 del Ministro delle Finanze e del Ministro dell'Economia, dello Sviluppo e del Turismo. In l'Italia, ad esempio, l'art. 15, comma 4, d.l. 179/2012 obbliga i venditori di prodotti e i prestatori di servizi ad accettare pagamenti con carte di pagamento a prescindere dall'importo, e li assoggetta all'irrogazione di una sanzione amministrativa pecuniaria in caso di rifiuto di tale modalità di pagamento. Tali disposizioni nazionali potrebbero però essere ritenute incompatibili col futuro regolamento UE, e pertanto dovrebbero essere disapplicate, nella misura in cui esse, obbligando le microimprese ad accettare pagamenti digitali, indirettamente impedirebbero loro di rifiutare anche i pagamenti in Euro digitale.



dell'Euro digitale quale principale strumento di pagamento, come si evince sia dal regime delle esenzioni sia dalla volontà di fissare un limite all'ammontare di CBDC detenibile. Dato che tale limite ne escluderebbe l'utilizzo per i pagamenti digitali di importo rilevante (superiore cioè ai vari tetti al contante stabiliti dai legislatori nazionali), e dato che dall'art. 9, lett. c) emerge la volontà di mantenere il contante quale mezzo di scambio nelle operazioni quotidiane – cioè di piccolo importo – degli utenti, il potenziale ambito di utilizzo di tale valuta pare ridotto.

Ciò è certamente dovuto alle preoccupazioni di salvaguardare anche il ruolo della moneta bancaria. Lo si evince sia dall'art. 15 della Proposta sia dal regime delle eccezioni all'obbligo di accettazione del contante, che non essendo tassative possono essere individuate anche *ex post* dall'interprete. Ciò concorre a complicare ulteriormente il quadro dei mezzi di pagamento ed accrescerne l'incertezza, tenuto conto che la facoltà di rifiutare il contante nel caso in cui «*there would be not enough change available as a result of that payment for an enterprise to carry out its normal daily business transactions*» avrebbe un ambito applicativo estremamente vago, non essendo chiaro chi possa stabilire *ab externo* quante sono le normali transazioni giornaliere di un'impresa.

Si aggiunga, infine, che la facoltà del pagatore, ipotizzata dall'art. 12, di scegliere tra *cash* e CBDC sarà diversamente esercitabile all'interno della zona euro a seconda della misura del tetto all'utilizzo del contante fissato dal singolo Stato. L'attuale mancata fissazione di un tetto unico a livello europeo ai pagamenti in contante, dunque, rischia di influire indirettamente anche sull'uniformità dell'utilizzo della CBDC all'interno dell'area Euro<sup>41</sup>.

In tal senso rappresenterebbe un passo in avanti l'introduzione del nuovo pacchetto normativo AML/CFT, includente una Proposta di

---

<sup>41</sup> A riprova dell'eterogeneità delle legislazioni, si pensi che in Grecia ai sensi dell'art. 20, par. 3, l. 3842/2010 nelle relazioni *b2c* il pagamento *cash* è vietato per somme superiori a 500 Euro; in Spagna dopo la *Ley* 11/2021 il divieto vale per importi superiori a 1.000 Euro, mentre in Italia, dopo, l'art. 1, comma 384 della l. 197/2022, per somme superiori a 5.000 euro; in Germania non ci sono tetti al *cash*.

regolamento<sup>42</sup> la quale all'art. 59, par. 1, mira a proibire negli Stati membri i pagamenti *cash* di ammontare superiore a 10.000 Euro.

Tuttavia, l'obiettivo di uniformare il livello di utilizzo del contante all'interno dell'Unione Europea sarebbe pregiudicato dalla facoltà degli Stati membri di abbassare tale limite, ipotizzata dal par. 2 dell'art. 59, del quale pertanto sarebbe auspicabile la modifica.

Nonostante al momento l'attributo della programmabilità, che potrebbe limitare ulteriormente l'utilizzo della CBDC come mezzo di scambio<sup>43</sup>, sia stato escluso nella Proposta di regolamento, l'attuale orientamento della Commissione, in linea con la BCE, pare quello di configurare una moneta che non soddisfa pienamente né la funzione di riserva di valore né di mezzo di scambio. In tal modo però si rinuncia a sfruttare pienamente e in maniera sistemica i benefici derivanti dall'eventuale integrazione nel *design* dell'Euro digitale dei pagamenti condizionali, che, se diffusamente utilizzati, possono eliminare gli inadempimenti e quindi il rischio di *settlement*<sup>44</sup>, ma che invece, alla luce del potenziale ridotto utilizzo della CBDC, rischiano di non avere un impatto concreto sull'efficienza del sistema dei pagamenti.

---

<sup>42</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing*. Il testo della proposta è consultabile al link seguente: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15517-2022-INIT/en/pdf>.

<sup>43</sup> V. F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 130.

<sup>44</sup> E. BATTELLI, E. M. INCUTI, *Gli smart contracts nel diritto bancario tra esigenze di tutela e innovativi profili di applicazione*, in *Contr. impr.*, 2019, 928 ss., ove si sottolinea, tra gli altri vantaggi, l'economicità dei processi e la riduzione delle controversie, oltre alla prevenzione della contestazione dei mancati pagamenti (E. BATTELLI, E. M. INCUTI, *op. cit.*, 938); M. MAUGERI, *Smart contracts e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, 375 ss.; A. U. JANSSEN, F. P. PATTI, *Demistificare gli smart contracts*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, 42 ss., ove però si sottolineano anche i costi iniziali necessari per utilizzare tale tecnologia. Gli *smart contracts*, essendo immodificabili, pongono problemi di integrazione, di nullità, di annullamento nonché di modifica del contratto in caso di sopravvenienza: D. FAUCEGLIA, *Il problema dell'integrazione dello smart contracts*, in *I Contratti*, 2020, 591 ss.;

### 3. *L'impatto dell'Euro digitale sulla privacy.*

Secondo un sondaggio effettuato dalla BCE, la *privacy* pare essere la preoccupazione principale dei cittadini in merito all'Euro digitale<sup>45</sup>. Scenari distopici, nei quali tutte le informazioni finanziarie dei cittadini teoricamente potrebbero essere controllate da un'autorità pubblica, paiono però destinati a rimanere nei libri di George Orwell<sup>46</sup>.

Certamente è vero che nei pagamenti *cash* rimangono anonimi sia i soggetti che trasferiscono e ricevono il denaro, sia le informazioni oggettive sul pagamento, mentre queste ultime, registrate dai sistemi i pagamenti elettronici, sono potenzialmente idonee a rivelare dettagli della privata (orientamenti sessuali, politici, stato di salute, ecc.).

I diritti al rispetto della vita privata e alla tutela dei dati personali, pur se protetti dagli artt. 7 e 8 della Carta dei Diritti Fondamentali UE e dal Reg. Ue 2016/679 (GDPR), non sono però assoluti, e dunque devono essere bilanciati con il rispetto degli obblighi AML/CFT<sup>47</sup>.

Lo stesso GDPR, del resto, si caratterizza più come disciplina del lecito trattamento dei dati personali che come strumento di tutela di tali

---

<sup>45</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Eurosystem report on the public consultation on a digital euro*, 2021, 3 ss.

<sup>46</sup> G. ORWELL, 1984, Torino, 2021, *passim*.

<sup>47</sup> Conclusioni dell'Avvocato generale Giovanni Pitruzzella, presentate il 20 gennaio 2022, Cause riunite C-37/20 e C-601/20, WM (C-37/20), Sovim SA (C-601/20) contro Luxembourg Business Registers, par. 79-81, al link <https://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=252461&pageIndex=0&doclang=IT&mode=lst&dir=&occ=first&part=1&cid=3934922;>, Per un bilanciamento tra tali diritti e l'interesse generale al contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo v. C. Giust. Ue, 22 novembre 2022, cause riunite C-37/20 e C-601/20, WM(C-37/20), Sovim SA(C-601/20) contro Luxembourg Business Registers, in *Società*, 2023, 667 ss., con nota di M. PAPPALARDO, *Lotta al riciclaggio e privacy: la Corte di Giustizia alla ricerca di un punto di equilibrio tra esigenze di trasparenza e protezione dei dati personali*, *ivi*. In generale v. S. FAILLACE, *La natura e la disciplina delle obbligazioni di cui all'art. 25 del GDPR, espressione dei principi di privacy by design e di privacy by default*, in *Contr. impr.*, 2022, 1127 ss. Sulla distinzione tra diritto alla protezione dei dati e diritto alla riservatezza v. G. FINOCCHIARO, *Introduzione al regolamento europeo sulla protezione dei dati*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2017, 2 ss.

diritti, sul presupposto che la circolazione dei dati personali sia un fenomeno inevitabile<sup>48</sup>.

Ed infatti, il completo anonimato degli utenti dell'Euro digitale non pare possibile non solo per adempiere agli obblighi di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo di cui agli artt. 17 ss. d.lgs. 231/2007, ma anche per rendere effettivo un eventuale tetto all'ammontare di Euro digitale detenuto da ciascun utente, evitando così che, tramite l'apertura di più conti, gli utenti possano generare una eccessiva conversione di moneta bancaria in CBDC<sup>49</sup>.

Poiché la BCE non dispone delle infrastrutture e del personale per aprire e gestire milioni di conti correnti in Euro digitale, dovrebbe delegare a degli intermediari l'adempimento degli obblighi di identificazione della clientela connessi all'apertura dei conti di pagamento<sup>50</sup>. Onde assicurare maggiore *privacy* agli utenti, al contempo garantendo il corretto adempimento degli obblighi antiriciclaggio e antiterrorismo, si è proposto un sistema di pagamento<sup>51</sup> misto, basato su una componente *account based* e una *token based*<sup>52</sup>.

La componente *account based* comporterebbe la registrazione centralizzata dei conti in Euro digitale, mentre l'accesso ai conti sarebbe fornito da intermediari autorizzati previa verifica dell'identità dell'utente<sup>53</sup>. In tale sistema di pagamento misto l'Euro Sistema non

---

<sup>48</sup> F. PIRAINO, *Il regolamento generale sulla protezione dei dati personali e i diritti dell'interessato*, in Nuove leggi civ. comm., 2020, 375 ss.; v. ID., *I "diritti dell'interessato" nel Regolamento generale sulla protezione dei dati personali*, in *Giur. it.*, 2019, 2799, per il quale «le possibilità di incisione e di compressione soprattutto del diritto alla *privacy* consentite dal Regolamento appannano la natura di diritto fondamentale e inviolabile di quest'ultimo proclamata dai Trattati europei»; cfr. D. POLETTI, *Le condizioni di liceità del trattamento dei dati personali*, in *Giur. it.*, 2019, 2784 ss.

<sup>49</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 28.

<sup>50</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 26 ss.; v. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 21 ss.

<sup>51</sup> Sulla nozione di sistema di pagamento v. F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020, 1 ss.

<sup>52</sup> V. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 1 ss., spec. 19 ss.

<sup>53</sup> E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 1 ss., spec. 19 ss.

conoscerebbe la reale identità degli utenti, ma soltanto le chiavi pubbliche degli utenti, cioè gli pseudonimi<sup>54</sup>.

La redazione di documenti di *policy* antiriciclaggio, l'adozione di sistemi valutativi e di processi decisionali tali da assicurare la tracciabilità delle verifiche e delle valutazioni svolte, la classificazione del cliente in relazione al rischio, sono obblighi il cui adempimento è complesso e implica costi operativi<sup>55</sup>. Ciò rende più opportuno affidarne l'esecuzione di tali compiti ad intermediari con una consolidata esperienza, invece che alla BCE che, com'è noto, non è organizzata per adempiere a tali obblighi e dovrebbe assumere e formare personale dedicato<sup>56</sup>.

A parte le operazioni di *onboarding*, il *design* dell'Euro digitale dovrebbe comunque garantire agli utenti una *privacy* almeno simile, seppur non identica, a quella connessa ai pagamenti *cash*, anche se ciò dipenderà dai diversi modelli di *settlement* dei pagamenti, che pongono diversi *trade-off* tra *privacy* e *auditability*.

L'adozione di un sistema di pagamento intermediato garantisce, a differenza di un eventuale utilizzo di DLT *permissionless* (che pare l'opzione meno probabile), l'identificabilità delle figure del titolare e dell'eventuale responsabile del trattamento dei dati di cui all'art. 4, n. 7) e 8) GDPR<sup>57</sup>.

Per garantire una *privacy* analoga ai pagamenti *cash*, occorre prevedere l'esecuzione *off-line* di pagamenti in Euro digitale, utilizzando ad esempio appositi *hardware*<sup>58</sup>. In tal caso, a mente dell'art. 34, par. 1, della Proposta di regolamento, gli intermediari

---

<sup>54</sup> E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 2021, 22-23.

<sup>55</sup> V. L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali": il conto corrente*, in questa *Rivista*, 2022, 725.

<sup>56</sup> In tal senso F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 109.

<sup>57</sup> F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 163. Sulla distinzione tra le due figure v. A. MANTELERO, *Gli autori del trattamento dei dati: titolare e responsabile*, in *Giur. it.*, 2019, 2799 ss.

<sup>58</sup> L'utilizzo di pagamenti *offline* pone comunque problemi di sicurezza informatica connessi alla possibile manomissione degli *hardware* e al c.d. *double spending*: E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 16; v. anche EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a digital euro*, cit., 11 e 30-31.

conoscerebbero solo l'ammontare di Euro digitale depositato nell'*hardware* o ritirato dallo stesso.

Tuttavia, i considerando 83 e 94 e dall'art. 37, par. 5 della Proposta di regolamento non precisano i limiti concreti all'ammontare di Euro digitale detenibile *offline* o utilizzabile per i pagamenti *offline*, limitandosi a ribadire che la possibilità di effettuare pagamenti *offline* dovrebbe essere ammessa solo per importi limitati. È opportuno che tale importo sia allineato con il limite ai pagamenti *cash* che sarà stabilito dalla nuova direttiva AML/CFT, non essendo ragionevole prevedere limiti diversi per forme di pagamento omogenee quanto al rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, essendo entrambe non tracciabili.

Con l'eventuale approvazione della menzionata Proposta di regolamento AML/CFT,<sup>59</sup> la quale all'art. 59, par. 1, permetterebbe negli Stati membri i pagamenti *cash* (e dunque anonimi) fino a 10.000 Euro, si creerebbe una disparità di trattamento irragionevole all'interno della normativa AML/CFT qualora i pagamenti in Euro digitale *offline* soggiacessero ad una soglia inferiore. A tal fine è auspicabile la previsione di un tetto unico ai pagamenti anonimi all'interno della normativa generale AML/CFT, che, in quanto *cross-sectoral*, evita i problemi derivanti dalla necessità di coordinare ed aggiornare più testi normativi<sup>60</sup>.

In base all'orientamento espresso dalla BCE e dalla Commissione Europea, non è invece previsto l'anonimato dei pagamenti effettuati

---

<sup>59</sup> *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing*. Il testo della proposta è consultabile al link seguente: <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-15517-2022-INIT/en/pdf>.

<sup>60</sup> Sugli inconvenienti della mancanza di una regolazione *cross-sectoral* v. V. COLAERT, *European Banking, Securities and Insurance Law: cutting through sectoral lines?*, in *Common Market Law Review*, 2015, 1603 ss.; M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, 150. V. in senso difforme A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 13: «l'approccio orientato ad estendere la disciplina [...] da un segmento all'altro appare, nel complesso, assai più praticabile del tentativo di una regolamentazione "trasversale" [...] gli ostacoli politici che si parano a una regolamentazione *cross sectoral*, chiamata a misurarsi, nel contempo, con le istanze delle diverse industrie e dei diversi Stati membri, rendono maggiormente percorribili singoli interventi a soluzione di specifici problemi di possibile arbitraggio regolamentare».

*online*, perché essendo per definizione utilizzabili per trasferire fondi a distanza, anche su base transfrontaliera, hanno un maggiore rischio di utilizzo per fini illeciti rispetto ai pagamenti di prossimità<sup>61</sup>.

Tale orientamento ha suscitato le critiche dello European *Data Protection Board*, che invece suggerisce di introdurre, anche per i pagamenti *online*, un importo al di sotto del quale il pagamento non è registrato dall'intermediario, alla luce del ridotto rischio antiriciclaggio e antiterrorismo che esso comporta<sup>62</sup>.

Tali preoccupazioni si aggiungono alle osservazioni in merito alla pubblicità dei dati della *blockchain*, il cui utilizzo per l'emissione e la circolazione dell'Euro digitale è stato prospettato dalla BCE: tutti i nodi del *network* hanno una copia del registro – il quale ha natura pubblica – contenente le informazioni sulle operazioni, ed ogni modifica è immediatamente visibile a tutti i partecipanti<sup>63</sup>. Tale pubblicità è mitigata dal fatto che, da un lato, le informazioni sulle singole operazioni (gli *input*) sono convertite, attraverso l'apposizione di un *hash*, in un codice identificativo criptato<sup>64</sup>, e, dall'altro, che gli utenti delle operazioni di pagamento sono pseudo-anonimizzati, cioè soltanto la c.d. chiave pubblica crittografata è visibile dagli altri nodi<sup>65</sup>.

Tuttavia, analizzando le operazioni registrate sulla *blockchain* è possibile, seppur difficile, de-anonimizzare gli utenti individuando la loro reale identità, qualora una determinata operazione sia inequivocabilmente associata ad un'operazione del mondo *offline* o

---

<sup>61</sup> Considerando n. 80 della Proposta di regolamento.

<sup>62</sup> EUROPEAN DATA PROTECTION BOARD, *Dichiarazione 04/2022 sulle opzioni di configurazione per un euro digitale nell'ottica della tutela della vita privata e della protezione dei dati*, 10 ottobre 2022, 3, in [https://edpb.europa.eu/system/files/2023-01/edpb\\_statement\\_20221010\\_digital\\_euro\\_it.pdf](https://edpb.europa.eu/system/files/2023-01/edpb_statement_20221010_digital_euro_it.pdf).

<sup>63</sup> A. D'AVOLA, *Distributed ledger technology, blockchain e mercati finanziari*, in *Banche, intermediari e fintech*, G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS (a cura di), Milano, 2021, 66; v. D. A. ZETZSCHE, D. W. ARNER, R. P. BUCKLEY, *Decentralized Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2020, 6, 189-190, per i quali nel contesto della DLT «any data generated will be 'decentralized' this way, rendering concepts of 'data ownership' or, more precisely, 'effective data control', merely theoretical».

<sup>64</sup> A. D'AVOLA, *op. cit.*, 66.

<sup>65</sup> V. M. AMATO, L. FANTACCI, *op. cit.*, 17; v. P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *op. cit.*, 37-39.

attraverso sistemi di analisi dei dati della *blockchain*, come la c.d. *transaction graph analysis*<sup>66</sup>.

La condivisione delle informazioni sui pagamenti tra tutti i nodi della DLT può dunque violare il principio di minimizzazione di cui all'art. 5, par. 1, lett. c), GDPR, ritenuto difficilmente compatibile con la condivisione pubblica dei dati tra tutti i nodi della DLT<sup>67</sup>. L'accesso pubblico ai dati personali non è giustificabile nemmeno per esigenze antiterrorismo e antiriciclaggio, come si evince da una recente sentenza della Corte di Giustizia<sup>68</sup>.

In quella sede si è ritenuto contrastante con gli art. 7 e 8 della Carta dei Dir. Ue l'art. 30 della dir. 2018/843, nella parte in cui prevede che gli Stati membri provvedono affinché le informazioni sulla titolarità effettiva delle società e delle altre entità giuridiche costituite nel loro territorio siano accessibili in ogni caso al pubblico, poiché la previsione di un libero accesso su *internet* a tali informazioni non costituisce una misura limitata allo stretto necessario, né risulta proporzionata rispetto all'obiettivo perseguito<sup>69</sup>.

La Corte ha osservato che, essendo la lotta contro il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo compito prioritario delle autorità pubbliche nonché di entità, quali gli enti creditizi o gli istituti finanziari, che, in ragione delle loro attività, sono assoggettati ad obblighi specifici, sarebbe stato sufficiente limitare l'accesso a tale registro solo a tali soggetti portatori di un interesse qualificato<sup>70</sup>.

La Proposta di regolamento, invero, non menziona l'utilizzo della DLT, caratterizzandosi per un approccio tecnologicamente neutro alla configurazione del sistema di pagamento che sarà utilizzato per l'Euro digitale; l'apertura ai pagamenti condizionali contenuta nell'art. 24, infatti, presuppone l'utilizzo di *smart contracts*, che non necessariamente devono essere collegati alla DLT<sup>71</sup>.

---

<sup>66</sup> M. AMATO, L. FANTACCI, *op. cit.*, 20; P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *op. cit.*, 38-39, 68-69; A. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *op. cit.*, 633.

<sup>67</sup> A. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *op. cit.*, 629.

<sup>68</sup> C. Giust. Ue, 22 novembre 2022, cause riunite C-37/20 e C-601/20, WM(C-37/20), Sovim SA(C-601/20) contro Luxembourg Business Registers

<sup>69</sup> V. M. PAPPALARDO, *cit.*, 677-678.

<sup>70</sup> V. M. PAPPALARDO, *op. cit.*, 677-678.

<sup>71</sup> M. MAUGERI, *Smart contracts e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, 382 e 384.



In ogni caso, anche un eventuale utilizzo della DLT pare idoneo ad assicurare un livello di *privacy* dei cittadini nei confronti della BCE superiore a quello assicurato dagli ordinari sistemi di pagamento digitali. Si pensi che, nei modelli di *open banking* diffusi nel settore bancario, ai fini della prestazione dei servizi di pagamento di cui all'art. 1, comma 1, lett. b-*bis* e b-*ter* le informazioni sui conti detenuti dai clienti delle banche sono accessibili ai *third party providers*<sup>72</sup>, e che i pagamenti in moneta bancaria sono sempre registrati coi dati di ordinante e beneficiario, ai sensi dell'art. 4, Reg. Ue 2015/847 (se si eccettuano i trasferimenti di cui all'art. 3, par. 2, del regolamento citato).

Al contrario, l'art. 35, par. 4, della Proposta prevede, in linea coi *report* della BCE, che, nel trattamento dei dati relativi ai conti di pagamento degli utenti e al *settlement* dei pagamenti, la BCE non possa mai conoscere direttamente l'identità degli utenti. Al tal fine non è necessaria una soluzione tecnologica specifica, se si esclude l'utilizzo di DLT *permissionless*, che sarebbe contrario all'indicazione della BCE quale titolare del trattamento contenuta nell'art. 35, par. 5 della Proposta di regolamento.

Il riferimento nell'art. 35 a tecniche di tipo segregativo, comunque, presuppone un utilizzo della DLT, nel cui ambito vi sono varie soluzioni tecniche, esplorate in un *report* congiunto tra la BCE e la *Bank of Japan*<sup>73</sup>, che permettono di aumentare la *privacy*. Si pensi al *mixing*, che permette di registrare sulla DLT i pagamenti facendo apparire una pluralità di pagatori e di beneficiari, all'utilizzo di pseudonimi temporanei per ogni pagamento, che rendono difficile il collegamento tra il pagamento e il pagatore e il beneficiario, o appunto alle tecniche segregative, il cui utilizzo rende i dati del registro visibili solo ad alcuni nodi della DLT<sup>74</sup>.

---

<sup>72</sup> Sul tema v. F. CIRAOLO, *Open Banking, Open Problems. Aspetti controversi del nuovo modello dei "sistemi bancari aperti"*, in questa *Rivista*, 2020, 611 ss., spec. 628.

<sup>73</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, BANK OF JAPAN, *Project Stella. Balancing confidentiality and auditability in a distributed ledger environment*, February 2020, 6 ss.

<sup>74</sup> EUROPEAN CENTRAL BANK, BANK OF JAPAN, cit., 6 ss.; per una panoramica delle tecniche per preservare la *privacy* in un ambiente DLT v. anche A. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *op. cit.*, 634.

Le tecniche segregative, in particolare, consentono di rispettare il principio di minimizzazione nel trattamento dei dati personali attraverso l'utilizzo della crittografia asimmetrica<sup>75</sup>. Trattandosi di tecnologie che prevedono la registrazione del pagamento all'interno del *ledger*, maggiore *privacy* sarebbe comunque connessa alla creazione da parte di intermediari di *Payment Channel Network* (PCN), che permettono di effettuare operazioni di pagamento *off-ledger* – non registrate sulla DLT –, previo deposito su tale canale di una parte della liquidità registrata sulla DLT<sup>76</sup>.

Poiché si tratterebbe di pagamenti *online*, i cui dati potrebbero essere aggregati *ex post* dagli intermediari – che ne rimangono in possesso – per ricostruire il pagamento ed analizzarlo<sup>77</sup>, si garantirebbe sia la *compliance* con gli obblighi AML/CFT<sup>78</sup>, sia un livello di *privacy* che, essendo basata sulla crittografia e sulla pseudonimia, è senz'altro maggiore rispetto a quella garantita dagli ordinari sistemi di pagamento<sup>79</sup>.

#### 4. Euro digitale e inclusione finanziaria.

Poiché l'apertura di conti in Euro digitale non presuppone necessariamente l'apertura di un conto corrente bancario o di un conto di pagamento, il progetto di CBDC potrebbe favorire l'utilizzo di strumenti di pagamento elettronici da parte degli *unbanked*, incrementandone l'inclusione finanziaria. Si pensi a cittadini non residenti nell'Unione Europea o a cittadini di paese terzi presenti nell'UE solo per un breve periodo, che potrebbero chiedere l'emissione

---

<sup>75</sup> A. M. GAMBINO, C. BOMPRESZI, *op. cit.*, 629.

<sup>76</sup> V. EUROPEAN CENTRAL BANK, BANK OF JAPAN, *op. cit.*, 7-8; E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 27 ss.

<sup>77</sup> E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 2021, 33, nota 60.

<sup>78</sup> Il ricorso a soluzioni tecnologiche fondate sulla pseudonimia per conciliare obblighi AML/CFT e *privacy* era già stato prospettato da F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 157 ss.

<sup>79</sup> Si condividono pertanto le conclusioni cui giunge F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 157 ss.

di una carta per effettuare pagamenti in CBDC<sup>80</sup>, senza necessità di aprire un conto corrente bancario o un conto di pagamento, per i quali occorre invece lo *status* di residente o un permesso di soggiorno anche provvisorio<sup>81</sup>.

L'incremento dell'inclusione finanziaria postula comunque un *design* dell'Euro digitale che prediliga la facilità di utilizzo e l'economicità per gli utilizzatori. Sotto il primo profilo, l'eventuale utilizzo della DLT porrebbe un problema di incremento del c.d. *digital divide* tra utilizzatori dei servizi di pagamento con elevato grado di alfabetizzazione finanziaria e digitale e utilizzatori che, per motivi anagrafici, non hanno un'elevata padronanza delle nuove tecnologie<sup>82</sup>. La scarsa conoscenza di tale tecnologia, dovuta anche alla sua scarsa diffusione tra il pubblico degli utenti, rischia di incrementare l'esclusione finanziaria, tenuto conto che nel modello puro di DLT è assente qualsiasi forma di intermediazione da parte di un soggetto professionale atta a colmare le asimmetrie informative<sup>83</sup>.

La scelta di un modello intermediato per le operazioni di pagamento in Euro digitale suggerisce ovviamente di assicurare il *level playing field* tra i servizi in Euro digitale e i servizi di pagamento aventi ad oggetto moneta bancaria; tuttavia è dubbio che a tale conclusione si possa arrivare sulla base della normativa vigente.

Sebbene in senso affermativo deponga il principio di neutralità tecnologica, accolto esplicitamente dal considerando n. 21 della PSD2, la scelta del legislatore europeo di ricorrere ad una *rule* per definire il concetto di fondi<sup>84</sup> impedisce interpretazioni estensive o analogiche dell'art. 4, n. 25, della PSD2. Ed infatti la natura atipica dell'Euro digitale lo rende difficilmente sussumibile *sic et simpliciter* in una delle forme di moneta ivi menzionate.

---

<sup>80</sup> E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 2021, 23-24.

<sup>81</sup> Sull'esclusione finanziaria dei migranti per mancanza di documenti v. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Torino, 2021, 87 ss. e 148 ss.

<sup>82</sup> V. L. SCARCELLA, *op. cit.*, 186.

<sup>83</sup> V. in generale A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, cit., 7 ss.

<sup>84</sup> Sul concetto di fondi e sul principio di neutralità tecnologica v. F. MARASÀ, *op. cit.*, 17 ss.

Non a caso l'art. 2, n. 23, della Proposta di direttiva sostitutiva della PSD2 propone di estendere la nozione di fondi a tutte le forme di moneta della banca centrale emesse per essere utilizzate dai clienti al dettaglio.<sup>85</sup>

In ogni caso, la normativa sui servizi di pagamento si basa ancora su un modello di tutela dell'utente/consumatore medio, la cui obsolescenza è stata ampiamente sottolineata alla luce delle plurime fonti di vulnerabilità – sociale, economica, scarsa istruzione, scarsa alfabetizzazione finanziaria – che possono caratterizzare la controparte del professionista/intermediario<sup>86</sup>. Ad esempio, fattori quali l'età non sono considerati motivi di vulnerabilità dell'utente dalla normativa sui servizi di pagamento, nonostante si tratti di un fattore che prescinde dal livello di educazione finanziaria, poiché dipende dal fatto che ciascuna generazione comprende e utilizza diversamente i pagamenti digitali<sup>87</sup>.

Vi è dunque una falla molto rilevante nell'attuale modello di tutela dell'utente dei servizi di pagamento digitali: esso si basa sulla protezione dell'utente dalle note asimmetrie informative e prevede la fornitura di informazioni per colmare tale *deficit* informativo, la cui insufficienza quale strumento di tutela è stata ampiamente dimostrata alla luce delle distorsioni comportamentali degli agenti economici<sup>88</sup>. La medesima obiezione vale anche per i programmi di educazione finanziaria e digitale, i quali si rivelano insufficienti se non

---

<sup>85</sup> *Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on payment services and electronic money services in the Internal Market amending Directive 98/26/EC and repealing Directives 2015/2366/EU and 2009/110/EC*, il cui testo è consultabile al seguente link: [https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e09b163c-1687-11ee-806b-01aa75ed71a1.0001.02/DOC\\_1&format=PDF](https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e09b163c-1687-11ee-806b-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF).

<sup>86</sup> V. ad es. M. RABITTI, *Il consumatore vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2023, 1 ss.; v. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 16 ss.

<sup>87</sup> M. C. PAGLIETTI, *op. cit.*, 34 ss.

<sup>88</sup> V. C. E. SCHNEIDER, O. BEN SHAHAR, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2011, 649 ss.; v. C. RIEFA, *Protecting vulnerable consumers in the digital single market*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2022, 607 ss.; v. R. NATOLI, *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 49 ss.

accompagnati da una regolazione del mercato in quanto basati pur sempre sul modello dell'agente economico razionale<sup>89</sup>.

Di conseguenza, occorrerebbe enucleare all'interno della categoria dell'utente dei servizi di pagamento una sotto-categoria di utenti vulnerabili – per età, istruzione, analfabetizzazione finanziaria, ecc., la cui protezione però dovrebbe essere anticipata già in fase di *design* dei servizi di pagamento in modo da renderli più accessibili ed inclusivi<sup>90</sup>. D'altronde il diritto dei servizi bancari, assicurativi e finanziari, sin dalla Direttiva MiFID II ha intrapreso questa strada anticipando la protezione dei clienti alla fase di progettazione dei prodotti finanziari, attraverso le regole di *product governance* che implicano una valutazione di compatibilità tra i rischi dei prodotti e i clienti (art. 16, par. 3, dir. 2014/65/UE) e tra le esigenze di questi ultimi e i prodotti (art. 24, par. 2, dir. 2014/65/UE)<sup>91</sup>.

Già *de jure condito* vi sono indici dell'avvenuta codificazione della figura del consumatore vulnerabile, come il riferimento nell'art. 126 *viciesquater* t.u.b. alle fasce di clientela socialmente svantaggiate aventi diritto ad aprire gratuitamente il conto di base<sup>92</sup>. Nella direzione di una maggiore tutela degli utenti vulnerabili depone la recente direttiva 2019/882<sup>93</sup>, attuata in Italia con il d.lgs. 82/2022, il cui art. 3 prevede,

---

<sup>89</sup> L'importanza dell'educazione finanziaria e digitale per lo sviluppo del FinTech è sottolineata da M. T. PARACAMPO, *FinTech e la Strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. PARACAMPO (a cura di), ed. II, vol. I, 2021, 34 ss.; per una critica al modello dell'agente economico razionale v. in generale C. E. SCHNEIDER, O. BEN SHAHAR, *op. cit.*, 649 ss.; R. NATOLI, *op. cit.*, 49 ss.

<sup>90</sup> In tal senso M. C. PAGLIETTI, *op. cit.*, 34 ss.; C. RIEFA, *op. cit.*, 6; v. *G-20 Menu of Policy Options for Digital Financial Literacy and Financial Consumer and MSME Protection*, 2021, 5 ss., in [https://www.gpfi.org/sites/gpfi/files/1\\_G20%20Menu%20of%20Policy%20Options.pdf](https://www.gpfi.org/sites/gpfi/files/1_G20%20Menu%20of%20Policy%20Options.pdf)

<sup>91</sup> V. G. LA ROCCA, *Introduzione alla product governance. Premesse sistematiche; obblighi e responsabilità dei «produttori»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 566 ss.; v. A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, cit., 1 ss.

<sup>92</sup> Tale tesi è stata sostenuta in G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 127 ss., cui si rinvia per altri indici normativi della codificazione della figura del consumatore vulnerabile.

<sup>93</sup> DIRETTIVA (UE) 2019/882 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2019 sui requisiti di accessibilità dei prodotti e dei servizi.

in virtù del rinvio ai servizi di cui all'art. 1, comma 3, che i servizi di pagamento erogati ai consumatori debbano rispettare i requisiti di accessibilità di cui all'allegato I, sezioni III e IV, che a loro volta tengono conto anche delle esigenze dei soggetti con disabilità<sup>94</sup>.

Pur mirando a contrastare il *digital divide*, tale normativa, che riprende pedissequamente il contenuto della direttiva, ha il limite di utilizzare *standard* quali accessibilità, percepibilità, comprensibilità, che rendono il contenuto degli obblighi normativi non definibile *a priori* e rendono difficile sia la *compliance* degli intermediari sia l'eventuale sindacato giurisdizionale sulla corretta fornitura del servizio. Purtroppo tali *standard* vengono ripresi anche dalla Proposta di regolamento sull'Euro digitale, la quale peraltro individua il destinatario di servizi nel c.d. *digital euro user*, senza differenziare la tutela giuridica dell'utente in base al tipo di professione svolta, al livello di educazione finanziaria o a fattori di vulnerabilità specifici.

Per quanto riguarda il secondo profilo impattante sull'inclusione finanziaria, l'apertura dei PCN, l'emissione dei *devices*, l'adempimento degli obblighi antiriciclaggio e antiterrorismo comportano costi operativi<sup>95</sup>, che, qualora fossero scaricati sugli utenti, comprometterebbero l'obiettivo della creazione di un Euro digitale inclusivo.

In generale, i servizi di pagamento per gli intermediari sono remunerativi se accompagnati dall'applicazione di commissioni o dalla concessione di credito sotto forma di aperture di credito o sconfinamenti<sup>96</sup>. Di conseguenza, la necessità di ricorrere ad

---

<sup>94</sup> Si prevede la fornitura di informazioni comprensibili sul funzionamento del servizio attraverso più di un canale sensoriale, e l'utilizzo di siti *web* accessibili, comprese le *app online* e i servizi per dispositivi mobili, facendo in modo che questi siano percepibili, utilizzabili, comprensibili e rendendo disponibili servizi di assistenza anche telefonica. In base all'allegato I, al fine di ottimizzarne l'uso da parte di persone con disabilità, la fornitura del servizio deve includere prassi e procedure adeguate alle esigenze di tali soggetti.

<sup>95</sup> V. E. URBINATI, A. BELSITO, D. CANI, A. CAPORRINI, M. CAPOTOSTO, S. FOLINO, G. GALANO, G. GORETTI, G. MARCELLI, P. TIBERI, A. VITA, *op. cit.*, 34; v. L. MORMILE, *op. cit.*, 725.

<sup>96</sup> V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 56 ss., evidenzia lo scarso interesse di banche e intermediari per il conto corrente semplice, che non

intermediari supervisionati richiede una remunerazione del servizio sotto forma di un incentivo o di una compensazione pubblica per la prestazione di tali servizi<sup>97</sup>.

Tale necessità deriverebbe soprattutto dall'eventuale sussistenza di un obbligo di offerta, a costi contenuti, dei servizi di pagamento di base in Euro digitale, come ipotizzato dagli art. 14 ss. della Proposta di regolamento nei confronti, però, dei soli enti creditizi.

Certamente è vero che le banche rispetto agli altri intermediari sono più capaci, dato l'ampio spettro di attività svolte, di recuperare tali costi aumentando commissioni e remunerazioni delle attività diverse dai servizi aventi ad oggetto l'Euro digitale e di attuare, dunque, pratiche di *cross-subsidization*<sup>98</sup>. L'introduzione di una nuova categoria di intermediari incaricati di erogare servizi in CBDC, infatti, porrebbe tali soggetti nella condizione di concorrere con banche e prestatori di servizi di pagamento in condizioni di inferiorità<sup>99</sup>.

Tuttavia, non solo l'art. 14, rinviando all'art. 13, par. 1, lett. a), prevede il diritto ai servizi di base di tutte le persone fisiche residenti nell'UE – inclusi dunque anche coloro che stipulino il contratto nell'esercizio di un'attività professionale, imprenditoriale o commerciale –, ma l'art. 17 prevede che per la fornitura di tali servizi non si possano applicare commissioni, a dispetto della generica menzione all'art. 15, par. 2, di forme di compensazione.

Oltre all'art. 15, che configura in prospettiva un diritto al conto in Euro digitale esteso anche a soggetti non qualificabili come consumatori, rileva l'art. 14, par. 2, della Proposta di regolamento, che prevede l'estensione del diritto al conto di base, previsto dalla direttiva 2014/92/UE, alle persone fisiche di cui all'art. 13, par. 1 prive di un conto di pagamento in moneta bancaria.

---

permetteva la concessione di credito; in senso analogo L. MORMILE, *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 734.

<sup>97</sup> V. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 19.

<sup>98</sup> Il fenomeno della *cross-subsidization* è tipico della prestazione di servizi universali: v. EUROPEAN REGULATOR GROUP FOR POSTAL SERVICES, *ERGP Report on the crosssubsidisation*, 4 ottobre 2019, 4 ss., consultabile al seguente link: <https://ec.europa.eu/docsroom/documents/39081/attachments/3/translations/en/renditions/pdf>

<sup>99</sup> P. MOTTURA, *op. cit.*, 1 ss., spec. 16-17.

La conferma di tale previsione da parte del testo definitivo del regolamento fornirebbe certamente un argomento per confermare l'esistenza di un diritto al conto di pagamento (in moneta bancaria) dei soggetti non qualificabili come consumatori, già ipotizzato in via interpretativa dell'attuale legislazione da una parte della dottrina<sup>100</sup> e da un'ordinanza resa *ex art.* 669 *septies* dal Tribunale di Palermo<sup>101</sup>.

Tale orientamento di politica del diritto non pare idoneo ad assicurare l'inclusione finanziaria. Invero, ogni volta che il legislatore ha deciso di non sostenere il costo delle politiche di inclusione, obbligando semplicemente gli intermediari ad assicurare l'accesso a costi contenuti ai servizi bancari e finanziari, ciò ha prodotto una fuga degli operatori dal mercato o una ridotta offerta del servizio. Citando Holmes e Sunstein, infatti, «I diritti [...] non sono un regalo del cielo, né un frutto della natura; non si impongono da sé e non si possono garantire in modo affidabile se lo stato è senza soldi o troppo debole»<sup>102</sup>.

Esemplificative sono sia la disciplina del microcredito, che, anche a causa dei limiti ai tassi di interesse applicabili – i quali devono essere più favorevoli di quelli di mercato o non remunerativi (art. 111, commi 3 e 4, t.u.b.) –, ha spinto i principali operatori del settore ad iscriversi nell'albo di cui all'art. 106 t.u.b. per non sottoporsi alla disciplina di cui all'art. 111 t.u.b.<sup>103</sup>; sia la disciplina del conto corrente semplice, la cui

---

<sup>100</sup> L. MORMILE, *Conto corrente e recesso ad nutum*, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), 7 ss.; ID., *Servizi bancari "essenziali"*, cit., 715 ss., spec. 734 ss. In senso contrario all'esistenza di un generale obbligo a contrarre degli intermediari v. in dottrina U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai "non consumatori"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, 539 ss., spec. 544 ss.; G. LIACE, *Il diritto al conto corrente bancario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2022, 460 ss., spec. 469 ss.; v. F. GIGLIOTTI, in questa *Rivista*, 260 ss.; tra le decisioni dell'ABF v. *ex multis* ABF Milano, 14 febbraio 2020, n. 2540, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it).

<sup>101</sup> Trib. Palermo, 14 gennaio 2021, in [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), con nota di L. MORMILE, *Conto corrente e recesso*, cit.; tuttavia, il Tribunale ha respinto il ricorso *ex art.* 700 c.p.c. dell'impresa, volto a inibire il blocco all'operatività dei conti correnti a seguito del recesso della banca, in quanto la struttura opaca della ricorrente impediva di adempiere agli obblighi di adeguata verifica della clientela.

<sup>102</sup> Così S. HOLMES, C. R. SUNSTEIN, *Il costo dei diritti. Perché la libertà dipende dalle tasse* (1999), trad. it. di E. Caglieri, Bologna, 2000, 231.

<sup>103</sup> V. D. FRIGERI, *Osservatorio nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti, sesto rapporto*, 2017, 43, in [www.migrantiefinanza.it](http://www.migrantiefinanza.it), il quale riporta che PerMicro, specializzata in crediti e microcrediti, ha scelto di iscriversi all'albo degli intermediari



offerta, a canone fisso, è stata sostanzialmente occultata dai PSP sotto forma di mancata pubblicità per orientare il consumatore verso prodotti più redditizi<sup>104</sup>.

Un altro esempio di tale orientamento di politica del diritto è il recente regolamento UE 2019/1238 relativo alla fornitura del prodotto pensionistico individuale paneuropeo (PEPP), che fissa un tetto ai costi e alle commissioni applicate dai fornitori del PEPP di base pari all'uno per cento del capitale accumulato per anno<sup>105</sup>.

##### 5. *La necessità di superare il principio di neutralità tecnologica.*

Alla luce dell'attuale orientamento prudente della Commissione Europea e della BCE si delinea un limitato impatto del futuro Euro digitale su pagamenti, *privacy* e inclusione finanziaria. Tale prudenza, dovuta al timore di generare eccessiva disintermediazione e instabilità nel sistema bancario, rischia però di generare una moneta pubblica dalla regolazione incerta e scarsamente competitiva nei confronti delle altre CBDC. Occorre infatti evitare l'adozione col regolamento definitivo di una disciplina troppo rigida del *design* dell'Euro digitale, poiché, in un contesto nel quale le principali banche centrali mondiali hanno introdotto la propria CBDC (vedi lo yuan digitale emesso dalla *People's Bank of China*) o progettano di introdurla (ad esempio, la *Federal Reserve*, la *Bank of England*, la *Riks Bank*, la Banca centrale giapponese

---

finanziari di cui all'art. 106 t.u.b. La "fuga" dalla disciplina del microcredito è confermata da inchieste giornalistiche: C. BRUSINI, *Microcredito. La nuova legge costringe gli operatori a lavorare in perdita. Così l'albo degli intermediari resta vuoto*, Fatto Quotidiano (6 marzo 2016), [www.ilfattoquotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it). Parte della dottrina aveva già espresso il timore di un disincentivo all'utilizzo del microcredito a causa di eccessivi vincoli normativi: v. E. MACCHIAVELLO, *Microfinance Regulation and Supervision: A Multi-Faced Prism of Structures, Levels and Issues (November 15, 2012)*, in *New York University Journal of Law and Business*, vol. 9, 1, 2012, 133. Sul microcredito si rinvia a E. MACCHIAVELLO, *Microfinance and Financial Inclusion. The Challenge of Regulating Alternative Forms of Finance*, Taylor & Francis Group, New York, 2018, *passim*.

<sup>104</sup> V. MELI, *op. cit.*, 67.

<sup>105</sup> V. G. MATTARELLA, *La normativa europea sui prodotti pensionistici individuali paneuropei tra regolazione del mercato e automatizzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2023, 137 ss.; v. anche ANIA, *La sfida dei PEPP. Opportunità e punti critici del primo prodotto pensionistico pan-europeo*, 77 ss.

e la Banca centrale del Canada), si pone un problema di concorrenzialità dell'Euro digitale.

Occorre pertanto evitare che, soprattutto in occasione di crisi bancarie e *bank runs*, l'arbitraggio regolatorio tra l'Euro digitale e le altre CBDC, non soggiacenti ad analoghi limiti di utilizzo come mezzo di scambio o riserva di valore, produca un massiccio ricorso a CBDC extraeuropee, vanificando così lo scopo di salvaguardare la sovranità monetaria europea. Per evitare tale arbitraggio occorre un coordinamento internazionale tra le principali Banche centrali mondiali, già sfociato peraltro in un documento congiunto della *Bank for International Settlements*<sup>106</sup>.

A favore di una maggiore competitività dell'Euro digitale deporrebbe il superamento dell'attuale principio di neutralità tecnologica in favore della scelta legislativa per un sistema di pagamento basato sulla DLT, il cui utilizzo permetterebbe di migliorare l'efficienza e la sicurezza dei pagamenti grazie all'utilizzo di *smart contracts*, che, pur potendo operare senza la *blockchain*, all'interno di essa esplicano il proprio pieno potenziale in termini di automazione<sup>107</sup>.

La *blockchain* non solo può automatizzare l'esecuzione dei pagamenti, ma, conservando il relativo dato in un blocco e condividendolo con i nodi – nel caso dell'Euro digitale, solo alcuni –, rende l'esecuzione immutabile<sup>108</sup>. Non a caso nell'ordinamento italiano il collegamento tra *smart contracts* e DLT è sancito dall'art. 8-ter, comma 2, d.l. 14 febbraio 2018, n. 135<sup>109</sup>. Al contempo la DLT permette di contemperare *privacy* e adempimento degli obblighi AML/CFT aggiungendo alla pseudonimia anche l'utilizzo di tecniche segregative<sup>110</sup>.

---

<sup>106</sup> BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS, *op. cit.*, *passim*; v. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Report on a Digital Euro*, cit., 29.

<sup>107</sup> M. DUROVIC, A. JANSSEN, *The Formation of Blockchain-based Smart Contracts in The Light of Contract Law*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2019, 757-758.

<sup>108</sup> M. DUROVIC, A. JANSSEN, *op. cit.*, 757-758.

<sup>109</sup> Sul tale disposizione v. M. MAUGERI, *op. cit.*, 391 ss.

<sup>110</sup> F. MATTASSOGLIO, *Moneta e tecnologia*, cit., 157 ss.

## **I diritti degli esclusi: il ruolo della finanza nel processo di inclusione sociale**

**SOMMARIO:** 1. Esclusi e finanza: ossimoro o endiadi? - 2. Il ruolo del contratto di conto corrente bancario per l'inclusione finanziaria- 3. Il "conto di base" come strumento per l'elaborazione del "diritto al conto corrente" – 4. *Istruzioni* per rendere effettivo il "diritto al conto corrente" – 5. Non si vive di solo CCB. Conclusioni ed un auspicio per il diritto dell'economia.

### *1. Esclusi e finanza: ossimoro o endiadi?*

Gli esclusi, i dimenticati, gli emarginati: queste sono solo alcune tra le tante espressioni adoperate per indicare quegli individui che si trovano ai gradini più bassi della gerarchia delle tutele. Sovente tali soggetti sono stati collocati al di fuori dell'ambito degli interessi da proteggere. Si tratta di persone che, soggiogate da forme antiche e moderne di asservimento, sono state spesso lasciate ai margini della ricerca e della riflessione. I volti degli esclusi sono mutati di tempo in tempo; ciò è avvenuto poiché i cambiamenti che hanno connotato la società moderna -in particolare dalla conclusione del "secolo breve" sino ad ora- hanno creato nuove e diverse categorie di emarginati<sup>1</sup>.

Dinanzi a tali mutamenti, autorevole dottrina si è posta un quesito che, a dire il vero, rappresenta una variabile ciclica per l'uomo moderno: è trascorso il tempo per "un'età dei diritti"?<sup>2</sup> A tale interrogativo non si può che rispondere in termini negativi.

Il tempo per "un'età dei diritti" non solo non è trascorso, ma nel corso degli ultimi decenni è stato inaugurato un nuovo capitolo nella storia *del diritto e dei diritti*<sup>3</sup>. Difatti, nell'era della postmodernità gli studiosi hanno attribuito alla creazione del mercato globale (anche) la colpa di aver creato profonde disuguaglianze tra i cittadini dei diversi Stati. Il progressivo ridimensionamento dei poteri attribuiti a questi ultimi di fatto ha impedito l'adozione di strumenti normativi tesi a

---

<sup>1</sup> Cfr. S. RODOTÀ, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, Bari, 2014, *passim*; N. BOBBIO, *L'età dei diritti*, Milano, 1990, *passim*.

<sup>2</sup> Cfr. S. RODOTÀ, *Il diritto di avere diritti*, Bari, 2015, 42 ss.

<sup>3</sup> Cfr. S. RODOTÀ, *op. ult. cit.*, in part. 28 ss. e 41 ss.

correggere tali distorsioni<sup>4</sup>. Nell'area occidentale – ci si riferisce in particolare all'Europa- sovente si è resa necessaria l'adozione di provvedimenti di natura giurisprudenziale per correggere quei meccanismi che hanno determinato la sostanziale esclusione di (intere) categorie di persone dalla titolarità di diritti fondamentali e/o inviolabili<sup>5</sup>.

Ebbene, il proposito della presente indagine non è solo quello di analizzare il ruolo assunto dalla finanza negli anni '20 del 2000, ma anche di comprendere se proprio alla finanza – ed in particolare al conto corrente quale principale oggetto di esame nel presente contributo - possa essere attribuito un ruolo differente da quello che storicamente le è stato riconosciuto: se dunque la finanza possa, da fattore di “esclusione sociale”, diventare un vettore di “inclusione sociale”.

Il quesito che ci si pone – e a cui si proverà a rispondere nella parte conclusiva del contributo -trae ispirazione dalle costellazioni verbali che costituiscono la lingua italiana. Pertanto, qualche figura retorica potrebbe (astrattamente) comporsi se inserissimo nella stessa frase i vocaboli “esclusi” e “finanza”? Sarebbe un ossimoro o si tratterebbe di un'endiadi?

## *2. Il ruolo del contratto di conto corrente bancario per l'inclusione finanziaria*

Al fine di comprendere (se e) come la finanza possa divenire un fattore di inclusione, occorre individuare gli strumenti per il tramite dei quali conseguire tale risultato. Difatti, sono diversi gli istituti che possono essere coinvolti in questa indagine e che, a seconda delle circostanze, possono assolvere ad una funzione *latu sensu* sociale. Tale

---

<sup>4</sup> Cfr. G. VATTIMO, *La fine della modernità: nichilismo ed ermeneutica nella cultura post moderna*, Milano, 1985; U. ALLEGRETTI, *Diritti e Stato nella mondializzazione*, Roma, 2002, *passim*; V. VERRA e P. PORTOGHESI, voce *Moderno e Postmoderno*, in *Enciclopedia del Novecento*, II, Supplemento, 1998, consultabile anche al seguente link [https://www.treccani.it/enciclopedia/moderno-e-postmoderno\\_%28Enciclopedia-del-Novecento%29/](https://www.treccani.it/enciclopedia/moderno-e-postmoderno_%28Enciclopedia-del-Novecento%29/); F. CAPRIGLIONE, *Globalizzazione, crisi finanziaria e mercati: una realtà su cui riflettere*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, 867 ss.; ID, *Covid-19. Quale solidarietà, quale coesione nell'UE? Incognite e timori*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 2, 167 ss.

<sup>5</sup> Cfr. L. SALVATI, *La tutela dei diritti fondamentali nelle fonti interne ed esterne: poteri e compiti del giudice comune*, in *Diritto dell'unione europea*, 2011, 259 ss.

considerazione muove dal fatto che la finanza può e deve essere parte di un rinnovato *umanesimo giuridico* che, pur senza volersi attribuire doti divinatorie, certamente coinvolgerà il diritto europeo nel prossimo futuro. Tale previsione è determinata dal fatto che sullo sfondo di detta narrazione occorre collocare una serie di eventi che hanno tragicamente mutato l'ordinamento europeo (e mondiale); ci si riferisce in particolare: alla pandemia determinata dalla diffusione del virus Sars-Cov2, ai cambiamenti climatici, alla crisi energetica, alla guerra in Ucraina. Ebbene, si tratta di circostanze che rendono evidente la necessità per il mercato di appropriarsi di una sfera etica e, dunque, umana<sup>6</sup>. Ciò non significa che la finanza debba smarrire ogni intento egoistico, anzi: fermo restando l'obiettivo del conseguimento del profitto, essa deve essere orientata verso un approccio *multidimensionale* al fine di perseguire il benessere sociale (o quantomeno di non ostacolarlo)<sup>7</sup>.

Inoltre, con specifico riguardo ai temi della presente indagine, è bene che l'agenda politica economica europea -anzi, mondiale- tenga in debita considerazione il problema dell'esclusione finanziaria e ciò non solo perché la sua risoluzione è uno dei rimedi per garantire l'inclusione sociale, ma anche perché, come è stato ampiamente dimostrato, essa rappresenta un limite per lo sviluppo economico<sup>8</sup>. In sostanza,

---

<sup>6</sup> Cfr. *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza e finanza etica*, Bari, 1997, *passim*; AA. VV., (a cura di) F. CAPRIGLIONE, *Finanza, impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, *passim*;

<sup>7</sup> Coerentemente con tale tendenza, le banche e, più in generale, gli operatori del mercato dovranno improntare la propria attività ad una logica operativa in grado di salvaguardare l'interesse generale rispettando l'ambiente circostante e preservando le risorse disponibili. Tale manifesto valoriale assegna all'operatore che vi si conforma un rinnovato ruolo nel contesto economico di riferimento. Come è stato autorevolmente affermato in dottrina, è necessario «*reinventare continuamente le catene del valore*», cfr. R. MASERA, *L'impresa e la creazione di valore*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, *op. cit.*, 67. Un'ampia ed esaustiva analisi del tema è elaborata da AA. VV., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, (a cura di) M. PASSALACQUA, Padova, 2022, *passim*.

<sup>8</sup> In tali termini si è pronunciata anche la Commissione UE. Si veda la Comunicazione, *Towards Social investment fro Growth and Cohesion*, COM (2013) 83, del 20 febbraio 2013. Cfr. G. GOMEL- F. BERNASCONI- M. L. CARTECHINI- V. FUCILE-R. SETTIMO-R. STAIANO, *Inclusione finanziaria. Le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia*, Roma, Luglio 2011; R. G. KING- R. LEVINE, *Finance, Entrepreneurship, and Growth*, in *Journal of Monetary Economics*, 1993, 32, 513; R.

l'esclusione finanziaria dispiega i suoi effetti nei vari ambiti in cui si sviluppa l'esistenza umana ed è in grado di annichilire ogni possibilità di emancipazione personale. Tale condizione ha delle ripercussioni dirette sulla collettività ed incide sul funzionamento del sistema economico.

Orbene, come si diceva sono diversi gli istituti del diritto bancario per il tramite dei quali è possibile realizzare le istanze di inclusione sociale<sup>9</sup>. In questa sede mi riferirò principalmente al più diffuso tra di essi: il contratto di conto corrente.

Occorre, dunque, comprendere in che modo tale strumento possa contribuire all'inclusione finanziaria delle fasce più emarginate della popolazione e per farlo è necessario chiarire alcune delle caratteristiche che connaturano detto istituto.

Come è noto, il legislatore del '42 ha omesso di elaborare una nozione di conto corrente bancario. Tale circostanza ha suscitato ampio dibattito tra gli interpreti a proposito dell'esatta qualificazione dell'istituto, inducendo (addirittura) taluni a dubitare del fatto che si tratti di un contratto<sup>10</sup>. Nell'era moderna, discutere a proposito della

---

LEVINE- S. ZERVOS, *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, in *American Economic Review*, 1998, vol. 88, 537; R. LEVINE, *Finance and Growth: Theory and Evidence*, in Aghion-Durlauf (eds), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam 2005, 865 ss. 1; O. P. ARDIC- M. HEIMANN- N. MYLENKO, *Access to Financial Services and the Financial Inclusion Agenda around the World. A Cross-Country Analysis with a New Data Set*, in *The World Bank Financial and Private Sector Development Consultative Group to Assist the Poor*, January 2011, *passim*.

<sup>9</sup> Essi rappresentano la chiave per accedere a diverse operazioni basilari della prassi economica. Basti pensare che, ad esempio, in assenza di un conto corrente bancario è, oramai, impossibile intrattenere dei rapporti economici non solo (ovviamente) con l'impresa bancaria, ma anche con soggetti terzi.

<sup>10</sup> Il dibattito che ne è scaturito ha indotto gli interpreti a riflettere sul fatto che il conto corrente bancario sia un contratto e, dunque, è stato qualificato da alcuni come un'operazione o un servizio. Cfr. G. MOLLE, *Contratti bancari*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, XXV, 1, Milano, 1973, 397: «contenuto, infatti, del conto corrente bancario è un servizio di cassa in senso improprio esplicito dalla banca in connessione dell'esecuzione di incarichi ed operazioni, che importano un movimento di fondi da eseguire materialmente o col solo mezzo di scritturazioni contabili, su assegni bancari o su ordini emessi in altra forma; movimento, che si riflette sul conto in partite di addebito o di accredito»; SALANITRO, *Conto corrente bancario*, in *Digesto comm.*, Torino, 1989, 10 ss.; parla di assenza di autonomia del conto corrente bancario – risolvendosi nelle operazioni cui accede – S. MACCARONE, *Osservazioni in tema di conto corrente bancario*, in G. B. PORTALE (a cura di), *Le operazioni*

natura contrattuale del conto corrente bancario e, di conseguenza, mettere in dubbio la sua autonomia è anacronistico<sup>11</sup>. Al contrario, il conto corrente costituisce *il rapporto principale* che la banca instaura con il cliente e a questo se ne possono aggiungere di altri<sup>12</sup>. Non a caso

---

*bancarie*, II, Milano, 1978, 616 ss.; A. SALANDRA, *Conti correnti bancari e contratto di conto corrente*, in *Rivista del diritto commerciali e obbligazioni*, 1931, I, 123 ss.

Un altro aspetto che ha pungolato le menti degli interpreti riguarda la qualificazione del contratto: vi è chi lo considera un contratto tipico mentre per altri si tratta di un contratto atipico. In merito alla tipicità non dovrebbero sussistere particolari dubbi, considerando quanto previsto nel codice civile nonché il fatto che gli effetti vengano identificati proprio negli artt. 1852 ss. cod. civ. e che la regolamentazione, di fatto, sia affidata al concorso di fonti di tipo diverso. È vero, la disciplina del conto corrente bancario non somiglia a quella degli altri contratti tipici; ma esiste una regolamentazione degli effetti giuridici dell'uso del (sistema, metodo) conto corrente che non può che determinare la tipicità del contratto, pur se la tecnica regolatoria è del tutto particolare. Cfr. A. CALTABIANO, *Il conto corrente bancario*, Padova, 1967, in partic. 117 ss.. L'idea che si tratti di un contratto innominato è quasi sempre accompagnata da constatazioni relative alla tipicità sociale del conto corrente bancario, cfr. per tutti M. DE POLI, *I contratti bancari*, in G. AMADIO e F. MACARIO (a cura di), *Diritto civile*, II, Bologna, 2014, 281. Sostiene l'idea che il conto corrente bancario sia tipico anche U. SALANITRO, *Conto corrente bancario*, in *Digesto comm.*, Torino, 1989, 10 ss. e afferma che: «*Il contratto di conto corrente bancario deve essere sempre considerato un contratto tipico, nel senso che esso, anche se nel codice civile non viene indicato il nomen iuris, è tuttavia individuato e regolato proprio nella sezione codicistica che regola le operazioni bancarie in conto corrente (...)*».

<sup>11</sup> Certe difficoltà ermeneutiche dipendono, forse, dal fatto che il contratto in questione è stato originariamente predisposto e si è sviluppato prima come uso/metodo e solo successivamente come un contratto a pieno titolo, tale circostanza è segnalata da A. SALANDRA, *op. cit.*, 133 ss.. Oggi è piuttosto evidente e indiscutibile che il conto corrente bancario non può essere qualificato alla stregua di una mera clausola accessoria.

<sup>12</sup> L'esame complessivo delle disposizioni contenute nella sezione V del codice civile dovrebbe supportare l'interprete nella qualificazione del conto corrente come un contratto che trova il suo archetipo nel contratto di conto corrente ordinario (di cui agli artt. 1823 ss. cod. civ.) ma che, di converso, non può essere considerato alla stregua di una (semplice) variabile di quest'ultimo. La rubrica stessa della citata sezione – “Delle operazioni bancarie in conto corrente” – dovrebbe facilitare un'interpretazione che qualifichi il conto corrente come un contratto grazie al quale è possibile svolgere altre operazioni e/o contratti. Giova aggiungere che il contratto di conto corrente bancario condivide con il contratto di corrente ordinario la natura consensuale, pur essendo necessaria un'iniziale provvista da parte del cliente ma, in ogni caso, l'assenza può rendere il conto in-operativo, ma certamente non incide sul perfezionamento del sinallagma. Inoltre, a seguito dell'introduzione del c.d. conto base – di cui si dirà meglio in seguito ma che, come è noto, è gratuito- sostanzialmente

il ruolo vettoriale da esso assunto non lo derubrica, al contrario lo eleva a *pivot* dell'intera contrattualistica bancaria.

La duttilità che caratterizza tale sinallagma ne ha determinato la diffusione ed ha permesso a tale istituto di divenire un tassello fondamentale nella dinamica dei rapporti economici nonché di rappresentare l'architrave su cui poggia l'intera costruzione teorica della c.d. *financial inclusion*<sup>13</sup>. Difatti, il contratto di conto corrente bancario rappresenta la “chiave di accesso”<sup>14</sup> delle interazioni tra l'istituto bancario ed il cliente. Nella prassi, ogni relazione intrattenuta con la banca presuppone l'esistenza di un rapporto contrattuale di conto corrente; ad esempio, anche se non sarebbe strettamente necessaria l'apertura di un conto ai fini della sottoscrizione di un contratto di mutuo o per accedere ad un servizio di custodia, essa è sempre abbinata a tali rapporti pur potendo, questi ultimi, essere regolati indipendentemente e al di fuori di un conto corrente di corrispondenza<sup>15</sup>. Dunque, è (quasi) lapalissiano affermare che in assenza di un conto corrente è impossibile intrattenere dei rapporti con l'impresa bancaria, e del pari, la mancanza di cui si è detto, di fatto impedisce di avere dei rapporti con terzi<sup>16</sup>. Se ne deduce che se non si

---

non opera più la prassi secondo cui è necessario conferire una provvista. Cfr., G. CAVALLI, *Conto corrente*, in *Enciclopedia giuridica*, VIII, Roma, 1988; F. MARTORANO, *Il conto corrente bancario*, Napoli, 1955; ID, voce *Conto Corrente (contratto di)*, in *Enciclopedia del diritto*, IX, Milano, 1961; T. SCOZZAFAVA – G. GRISI, voce «*Conto corrente ordinario*», in *Digesto Commerciale*, IV, Torino, 1989.

<sup>13</sup> Cfr. A. LEYSHON – N. THRIFT, *Geographies of financial exclusion: financial abandonment in Britain and the United States*, in *Transactions of the Institute of British Geographers New Series*, Vol. 20, No. 3, 1995; P. K. OZILI, *Financial inclusion research around the world: A review*, *Forum for social economics*, Vol. 50, No. 4, Routledge, 2021; G. CORRADO, *L'esclusione finanziaria*, Giappichelli, 2012, *passim*.

<sup>14</sup> Cfr. U. MORERA, *Sull'inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai “non consumatori”*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 4, 2021, 539.

<sup>15</sup> La centralità di tale contratto rileva in una serie di altre circostanze, tra cui anche il caso in cui una banca dovesse trovarsi in uno stato di crisi tale da rendere necessario il ricorso al sistema di *bail-in* (posto che fino ad ora tale procedura non è mai stata attuata); in tale circostanza, il correntista che, ad esempio, possieda dei depositi presso l'ente creditizio superiori a centomila euro, sarebbe tenuto a partecipare al rifinanziamento della banca. Cfr. D. ROSSANO, *La nuova regolazione sulle crisi bancarie. Risoluzione e tecniche di intervento*, Torino, 2017, 95 ss.

<sup>16</sup> «*La sostanza del conto corrente di corrispondenza mette in luce la necessità di una sua inserzione o di un suo collegamento in, o con, altro contratto bancario,*



è titolari di un rapporto di conto corrente, la dialettica economico-commerciale come pure quella sociale dell'individuo sono ridotte.

Pertanto, analizzando la normativa vigente e volgendo lo sguardo verso la prassi degli istituti bancari, è possibile definire il contratto di conto corrente come una sorta di “contratto-strumento”<sup>17</sup>, tenendo dunque in considerazione l'idoneità propria dell'istituto di fornire al cliente una serie di servizi ulteriori. Inoltre, una tra le caratteristiche connaturanti il contratto, che contribuisce ad attribuire tale ruolo strumentale all'accordo, è il c.d. servizio cassa, che la banca offre alla controparte negoziale eseguendone gli ordini/incarichi nonché provvedendo alla consequenziale annotazione delle operazioni di debito/credito. Proprio in virtù di tale peculiare servizio – che caratterizza il contratto al punto da poter essere qualificato, secondo alcuni, come l'oggetto dello stesso – al conto corrente bancario sarebbe assegnata una funzione sostanzialmente monetaria, utile per l'impresa ai fini dell'esercizio dell'attività bancaria in senso proprio (art. 10 T.u.B.) e, più specificamente, della raccolta del risparmio (art. 11 T.u.B.)<sup>18</sup>.

---

*precisamente in, o con quel contratto bancario attraverso il quale si crea quella disponibilità che è essenziale al suo funzionamento»* Inoltre l'a. identifica nel conto corrente bancario un'operazione complessa «risultante dalla combinazione di due negozi funzionalmente collegati ma strutturalmente autonomi» G. FERRI, *Conto corrente di corrispondenza*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, 667 ss.; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 1992, 38 ss.

<sup>17</sup> In questa prospettiva, il conto corrente bancario «*finisce per costituire una sorta di presupposto, non giuridico a rigore, ma certamente tecnico-economico, di pressoché ogni rapporto tra banca e cliente che abbia una certa durata e stabilità*»: così M. CALLEGARI, *Art. 1852*, nel *Commentario del Codice civile*, (diretto da) GABRIELLI, in *Dei singoli contratti*, (a cura di) VALENTINO, artt. 1803-1860, Torino, 2011, 870. Sul punto si vedano anche A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *Il conto corrente bancario*, in *Trattato dei Contratti*, V,  *Mercati regolati*, Milano, 2014, 719 e 724 ss., gli aa. rilevano una duplice funzione nel conto corrente bancario: di disponibilità, e di pagamento.

<sup>18</sup> Si tratta, in effetti, di un “servizio contenitore” di altri servizi, che la banca effettua per conto del cliente. Ecco, dunque, che la fisionomia del conto corrente bancario si arricchisce di un ulteriore profilo, diventando un contratto che fornisce al cliente correntista servizi ulteriori, con il fine di soddisfare gli interessi del cliente che, di norma, sono esterni al suo rapporto con l'istituto bancario. Sul punto cfr., M. CALLEGARI, *op. ult. cit.*, 870 ss.; V. SANTORO, *Il conto corrente bancario, op. cit.*, 7 ss. e 47 ss. (che assimila il conto corrente bancario a un appalto di servizi); la centralità del servizio di cassa nel conto corrente bancario emerge chiara anche in CASS., 5

Dunque, sulla base di quanto sin qui analizzato si può affermare che il conto corrente bancario sia il prodromo di una serie di rapporti ulteriori e la combinazione tra di essi contribuisce alla realizzazione di un'operazione economica complessa.

Sin qui si è fatto riferimento quasi esclusivamente alle disposizioni del codice civile, giova ovviamente ribadire che esso è contemplato nelle previsioni del Testo Unico Bancario. Più nello specifico, il conto corrente bancario, pur essendo citato in diverse disposizioni del Testo Unico, difetta di una sezione *ad hoc* designata. Ovviamente, non mancano i richiami al conto corrente bancario nelle fonti di origine europea. Inoltre, anche le fonti di rango secondario si occupano di tale accordo.

Tutto ciò a ribadire la centralità di tale istituto che, come da prassi negli ambiti dell'ordinamento che compongono il diritto dell'economia, è regolato da una *legislazione stratificata*.

La citata pluralità delle fonti normative incide sul contenuto del contratto di conto corrente bancario al punto da renderlo (completamente) eterodeterminato, sicché le parti si limitano a riprodurre nel testo dell'accordo il contenuto della disciplina regolatoria che, di fatto, predetermina le clausole del contratto, residuando angusti spazi all'autonomia delle parti che, inoltre, sono sottoposti ad una serie di ulteriori controlli (ci riferisce alle regole sulla trasparenza bancaria, alle disposizioni emesse dall'autorità di vigilanza e così via)<sup>19</sup>.

Sin ad ora sono state analizzate alcune tra le caratteristiche tipiche del contratto di conto corrente e, come si è evinto, esso è uno strumento basilare per regolare la relazione che la banca instaura con la clientela ma anche per consentire a quest'ultima di consolidare, a sua volta, dei rapporti con soggetti terzi. Si tratta, dunque, a tutti gli effetti di un

---

dicembre 2011, n. 25943, in *Giustizia Civile*, 2012, I, 2086 «*il conto corrente di corrispondenza è caratterizzato dall'esplicazione di un servizio di cassa, in relazione alle operazioni di pagamento o di riscossione di somme da effettuarsi, a qualsiasi titolo per conto del cliente*».

<sup>19</sup> Per alcune considerazioni molto interessanti a proposito delle eterodeterminazione del contratto, cfr. M. MAGGIOLO, *Servizi e attività di investimento*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, diretto Schlesinger, Milano, 2012, 128 ss. Sui limiti dell'autonomia contrattuale si v. G. ALPA, *Diritto privato europeo*, Giuffrè, 2016, in part. 511 ss.

veicolo che consente ai singoli di partecipare alla vita sociale ed economica della comunità – che può essere più o meno ampia- in cui si è radicati. Dunque, tale contratto assolve (anche, nell’eterogenesi dei fini) a precise finalità di inclusione sociale<sup>20</sup>.

### 3. Il “conto di base” come strumento per l’elaborazione del “diritto al conto corrente”

L’impianto legislativo attualmente in vigore sembrerebbe radicare l’esistenza del “diritto al conto corrente”.

Sul punto giova richiamare, anzitutto, il “conto corrente semplice” ideato dalla Banca d’Italia<sup>21</sup>. L’intento dell’Autorità di Vigilanza era quello di far sì che le banche predisponessero dei contratti a condizioni “agevolate” e che fossero redatti in maniera comprensibile. Per la verità, tale iniziativa non ha avuto particolare fortuna, anche a causa della pressoché inesistente campagna di informazione al mercato e, più specificamente, alla clientela.

In seguito, con l’art. 12, d.l. 6 dicembre 2011, n. 201 (convertito con l. 22 dicembre 2011, n. 214) si è previsto che tutti i prestatori di servizi di pagamento (abilitati a compiere servizi a valere su un conto di pagamento) offrissero un “conto di base”, le cui caratteristiche avrebbero poi dovuto, in sintonia con la Raccomandazione della Commissione 2011/442/UE del 18 luglio 2011 relativa all’accesso di un conto di pagamento di base, essere definite da una convenzione tra

---

<sup>20</sup> Cfr. U. MORERA, *op ult. cit.*, 541 ss.; V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2014, 56 ss.

<sup>21</sup> La Banca d’Italia aveva previsto, nelle disposizioni sulla “Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”, emanate il 29 luglio 2009, un contratto di conto corrente che prevedeva un canone fisso comprese particolarmente vantaggioso ed un numero predeterminato di operazioni di scrittura contabile e di servizi. Tale contratto era stato apostrofato come “conto corrente semplice”. La Banca d’Italia aveva fatto ricorso al potere regolamentare riconosciute dall’art. 117, comma 8°, T.u.B., in virtù del quale: “La Banca d’Italia può prescrivere che determinati contratti, individuati attraverso una particolare denominazione o sulla base di specifici criteri qualificativi, abbiano un contenuto tipico determinato. I contratti difforni sono nulli. Resta ferma la responsabilità della banca o dell’intermediario finanziario per la violazione delle prescrizioni della Banca d’Italia”.

MEF, Banca d'Italia, ABI e Poste Italiane (effettivamente stipulata nel 2012 e poi modificata nel 2014 e nel 2018)<sup>22</sup>.

Successivamente, in occasione del recepimento della Direttiva 2014/92/UE del 23 luglio 2014 (c.d. PAD - *Payment Account Directive*)<sup>23</sup>, il legislatore italiano, con il d.lgs. 15 marzo 2017, n. 37, ha introdotto nel testo unico bancario il Capo II-ter (rubricato “*Disposizioni particolari relative ai conti di pagamento*”), prevedendo l’obbligo al primo comma dell’art. 126-noviesdecies (rubricato “*Diritto al conto di base*”) -per tutti i prestatori di servizi di pagamento abilitati<sup>24</sup> a proporre servizi a valere su un conto di pagamento seppur limitatamente ai servizi di pagamento dagli stessi offerti ai consumatori- di offrire un conto di pagamento denominato in euro con caratteristiche di base (c.d. “conto di base” o “CCB”)<sup>25</sup>. Il secondo

---

<sup>22</sup> Giova precisare che non era stato predisposto un adeguato apparato sanzionatorio per i prestatori che di servizi di pagamento che non si fossero uniformati a tale disciplina.

<sup>23</sup> La Direttiva, come si anticipava, è stata anticipata dalla citata Raccomandazione della Commissione 2011/442/UE del 18 luglio 2011. La Direttiva prevedeva: (a) l’obbligo di informare il mercato dell’esistenza di un conto-base e delle sue caratteristiche; (b) il diritto di aprire (e mantenere, salvo casi eccezionali) un conto-base in capo a una platea estremamente ampia di consumatori della UE; (c) l’obbligo di assicurare un’operatività minima (essenziale) del conto-base; (d) l’obbligo di contenere in maniera significativa i costi operativi del conto-base a carico del cliente.

<sup>24</sup> Ai sensi dell’art. 126-decies, comma 3°, lett. f), T.u.B., per “prestatori di servizi di pagamento” devono intendersi le banche, gli istituti di moneta elettronica, gli istituti di pagamento e Poste Italiane s.p.a., etc.

<sup>25</sup> Le caratteristiche del conto di base sono indicate dall’art. 126-vicies *semel* T.u.B. ove sono individuati, oltre ai costi (al riguardo cfr. anche gli artt. 126-vicies *bis* e 126-vicies *quater* T.u.B.), i servizi che debbono essere svolti attraverso detto conto nonché i limiti operativi dello stesso. Giova precisare che il decreto ministeriale che attua le disposizioni sopra richiamate – e che dunque specifica quali sono i requisiti per richiedere l’attivazione del conto di base- è stato emanato solo nel 2018, cfr. D.M. 3 maggio 2018, n. 70. In particolare, occorre sottolineare che il conto di base è offerto gratuitamente ai consumatori “svantaggiati” che il decreto qualifica come coloro i quali hanno un ISEE inferiore a 11.600 euro (18.000 euro lordi in caso di pensionati). Mentre per tutti coloro – diversi dalle categorie poc’anzi citate- che desiderino accedere ad un conto di base, l’importo del canone annuo così come dei servizi e delle operazioni ulteriori è individuato all’art. 3 del Decreto MEF sulla base di alcuni parametri che, però, non sembrano perseguire finalità inclusive quanto, piuttosto, di efficienza, cfr. E. MACCHIAVELLO, *Conto di pagamento per consumatori con esigenza di base: regolazione eteronoma e nuovi obiettivi di inclusione finanziaria*, in *I giudici e l’economia*, Torino, 2018, 366 s..

comma prevede inoltre — per tutti i consumatori soggiornanti legalmente nella UE<sup>26</sup> — il “diritto all'apertura di un conto di base” e, come si evince dal tenore letterale della regola, la platea cui fa riferimento l'articolo è particolarmente ampia.

In particolare, ai sensi dell'art. 126-*vicies* T.u.B., il prestatore di servizi di pagamento non può negare al consumatore — che sia in possesso dei requisiti richiesti — l'apertura di un conto di base, a meno che questi non sia già titolare in Italia di un conto di pagamento che gli consenta di utilizzare i servizi elencati nell'Allegato A) del T.u.B. e salvo che il prestatore di servizi di pagamento non possa adempiere agli obblighi imposti dalla normativa antiriciclaggio<sup>27</sup>. Più nello specifico, le ipotesi di “legittimo rifiuto” a contrarre sono indicate dall'articolo in questione ove il legislatore uso fa uso di due tecniche regolatorie diverse (e fra loro contrapposte): all'inizio del primo comma opera per il tramite di una clausola generale mentre, nel proseguo del paragrafo, elabora un (breve) elenco<sup>28</sup>. La clausola generale consente, per sua

---

<sup>26</sup> Per “consumatore soggiornante legalmente nella UE” si intende richiamare una formula particolarmente ampia, ai sensi di quanto previsto dall'art. 126-*noviesdecies*, commi 2 e 3, T.u.B.. Pertanto, la definizione contempla tutti i consumatori che abbiano il diritto di soggiornare in uno Stato membro della UE in virtù del diritto europeo o di quello italiano (indipendentemente dal loro luogo di residenza). In ossequio a quanto previsto dalla Convenzione di Ginevra sono contemplati anche i consumatori senza fissa dimora e i richiedenti asilo. Inoltre, non è ammessa alcuna possibilità di discriminazione tra gli stessi basata, ad esempio, sul reddito o sulla solvibilità (e al riguardo cfr. i considerando 34 e 35, nonché gli artt. 15 e 16 della Direttiva PAD 2014/92/UE).

<sup>27</sup> Ai sensi degli articoli 17, 18 e 19, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231, come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, in occasione dell'instaurazione di un qualsiasi rapporto continuativo, il prestatore di servizi di pagamento è obbligato a identificare il cliente e a verificarne l'identità attraverso un idoneo documento di riconoscimento ovvero attraverso documenti, dati o informazioni provenienti da fonti affidabili e indipendenti. Nel caso di impossibilità oggettiva di effettuare l'adeguata verifica, ai sensi del successivo art. 42, il prestatore dovrà necessariamente astenersi dall'instaurare il rapporto richiesto. Cfr. E. MACCHIAVELLO, *commento all'art. 126-vicies* in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE, III, Cedam, 2018, 2370 ss.

<sup>28</sup> Nel primo comma dell'articolo il legislatore non individua precisamente i casi in cui è legittimo rifiutarsi di dare luogo al rapporto, ma si limita a ribadire che l'apertura del conto debba avvenire “fermo restando l'obbligo di osservare le disposizioni in materia di contrasto del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo”. Con riguardo all'elenco di ipotesi in cui l'intermediario è legittimato a

stessa conformazione teorica, di riconoscere al prestatore di servizi un più ampio margine di discrezionalità nella valutazione di ipotesi che possono determinare una violazione della normativa di riferimento. Pertanto, il compito dell'intermediario è quello di procedere a una valutazione caso per caso così da rilevare se e quando la necessità di rispettare la normativa in materia di contrasto del riciclaggio e di finanziamento del terrorismo osti all'apertura del conto. Sebbene la ricaduta pratica di tale previsione sia sostanzialmente limitata ai casi in cui non si possa procedere alla c.d. "adeguata verifica" del consumatore<sup>29</sup>. Vero è che, considerando i destinatari potenziali di tali disposizioni, il diniego dell'apertura del conto per la violazione di tale clausola generale si configura come un'ipotesi che, di fatto, circoscrive notevolmente la platea dei beneficiari del conto di base<sup>30</sup>. Tenendo in considerazione tale rischio, in diversi "considerando" della PAD il legislatore ha precisato che la normativa in materia di antiriciclaggio non possa (e non debba) essere applicata in maniera arbitraria così da escludere (illegittimamente) chi avrebbe diritto ad accedere al conto di base<sup>31</sup>. Le disposizioni analizzate impongono all'intermediario di operare con equilibrio; questi, però, non sembra essere agevolato da una disciplina chiara. Al contrario, l'uso di una clausola generale e i moniti

---

rifiutare la proposta, si tratta, in sostanza, dei casi in cui il richiedente non posseda i requisiti soggettivi richiesti o sia già titolare di un conto corrente.

<sup>29</sup>Cfr. A. MINTO, *Disciplina antiriciclaggio e obbligo di adeguata verifica della clientela: aspetti normativi e regolamentari legati all'outsourcing ad external service providers*, in *Banca imp. soc.*, vol. 2, 2022, 295 ss.

<sup>30</sup> Cfr. I. DELL'ISOLA, sub *art. 126-noviesdecies*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 2363.

<sup>31</sup> «[...] è opportuno evitare di utilizzare le disposizioni della direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio [i.e. la normativa di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo] come pretesto per respingere consumatori che sono meno allettanti dal punto di vista commerciale» Cfr. considerando n. 34 e che «il rifiuto è giustificato solo se il consumatore non rispetta la predetta normativa e non in ragione dei costi o della complessità della procedura di verifica del rispetto della normativa» Cfr. considerando n. 47. Sul punto si veda anche EBA, *Opinion of the European Banking Authority on the application of customer due diligence measures to customers who are asylum seekers from higher-risk third countries or territories*, 2016, ove si legge che una tra le sfide dell'Unione è proprio quella di garantire l'accesso da parte dei rifugiati/richiedenti asilo agli strumenti di inclusione finanziaria e, al contempo, di mantenere un adeguato controllo sul rispetto della disciplina in materia di antiriciclaggio e finanziamento al terrorismo.

contenuti nei *consideranda* della Direttiva citata non forniscono all'operatore degli strumenti certi. In sostanza, se in occasione dell'apertura di un CCB, la c.d. "adeguata verifica" deve essere condotta in maniera diversa rispetto alla modalità tradizionale, forse il legislatore avrebbe potuto essere più incisivo. Tale vaghezza non fa altro che rendere meno frequente, nella prassi, il ricorso al conto di base.

Giova, inoltre, analizzare un ulteriore aspetto della disciplina che regola il conto di base: l'esercizio del diritto di recesso. Esso è declinato in maniera *disarmonica* dal legislatore dal momento che, in capo all'utilizzatore, è riconosciuta la possibilità di recedere in qualsiasi momento dal contratto, mentre i casi in cui è previsto l'esercizio di tale diritto in capo al prestatore sono tassativamente previsti dall'art. 126-*viciester* T.u.B.<sup>32</sup>. La *disarmonia* qui descritta è, in verità, solo *apparente* dal momento che si tratta di una tecnica regolatoria adoperata dal legislatore europeo in un'ampia varietà di casi. Difatti, tale apparente *disequilibrio*, in realtà, è necessario al fine di ridurre le asimmetrie tra le parti. A fronte, dunque, di una posizione di endemica forza – quale quella della banca – il legislatore consegna a chi si trova in una situazione di debolezza strutturale – il consumatore- una serie di strumenti (in più) per l'esercizio dei propri diritti<sup>33</sup>. Dunque, anche nel

---

<sup>32</sup> Il primo comma dell'art. 126-*viciester* T.u.B. richiama il primo ed il terzo comma dell'art. 126-*septies* T.u.B. ove si disciplina l'esercizio del diritto di recesso dal contratto di conto corrente.

<sup>33</sup>Cfr. G. ALPA, *La riformulazione delle condizioni generali dei contratti delle banche*, in *Contratti*, 1996, 5 ss.; ID, *Giuristi e interpretazioni. Il ruolo del diritto nella società postmoderna*, Genova, 2017, 265; M. DE POLI, *Asimmetrie informative e rapporti contrattuali*, Padova, 2002, *passim*; R. LENER, *Forma contrattuale e tutela del contraente "non qualificato" nel mercato finanziario*, Milano, 1996, *passim*. La tecnica regolatoria di cui si è detto è adoperata in una grande varietà di casi dal legislatore, in tutte quelle circostanze in cui i rapporti di forza tra le parti sono impari, come ad esempio con riguardo alla contrattazione in materia finanziaria, assicurativa, nel caso di acquisto di beni di consumo, etc. Occorre precisare che nel corso del 2023 le ESAs stanno predisponendo una raccolta riepilogativa delle regole applicabili ai *consumatori*. L'obiettivo delle agenzie è quello di mettere ordine in una materia che vede il consumatore divenire "uno e trino" o, addirittura, moltiplicarsi ulteriormente. Poiché, a seconda degli ambiti di riferimento, possono essere molte le occasioni e i gradi di tutela. Sul punto, giova richiamare gli studi di Hans Micklitz a proposito delle varie modalità di tutela che riceve il consumatore nel diritto europeo a seconda della tipologia di contratto che sottoscrive, del mercato di riferimento, etc., cfr. H.

caso di specie, il diritto dell'utilizzatore di recedere incondizionatamente dal contratto - senza che quest'ultimo debba corrispondere delle somme a titolo di penale o per la chiusura del conto - è opposto al diritto del prestatore di recedere dal contratto solo a patto che si configurino una serie di condizioni indicate tassativamente dal comma 2 dell'art. 126-*viciester* T.u.B.<sup>34</sup>.

Diversamente, il conto corrente bancario di tipo tradizionale non prevede tali limiti in merito al diritto di recesso esercitabile dalla banca. Difatti, qualora si tratti di un contratto a tempo indeterminato ciascuna delle parti può recedere purché rispetti il termine di preavviso; se sussiste un giustificato motivo, la banca può recedere in qualsiasi momento senza necessità di rispettare un termine di preavviso. Se il contratto è a termine e sussiste una giusta causa, la banca può recedere dal contratto in qualsiasi momento<sup>35</sup>. Difatti, tanto nel T.u.B. quanto nel codice civile si postula la sostanziale parità tra le parti che concludono un contratto di conto corrente bancario di tipo tradizionale. Dunque, in questa circostanza, il legislatore non ha previsto un meccanismo a tutela

---

MICKLITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, fasc.3, 2016, 85 ss.

<sup>34</sup> Le circostanze che giustificano l'esercizio del diritto di recesso da parte del prestatore dei servizi sono: l'utilizzo illecito del conto da parte dell'utilizzatore; la perdita, successiva alla conclusione del contratto, delle condizioni richieste dalla legge per usufruire dell'apertura del conto di base; non abbia movimentato il conto per un periodo superiore ai 24 mesi ed esso risulti, altresì, incapiente al 31 dicembre. Tuttavia, il prestatore deve inviare una comunicazione per invitare l'utilizzatore al ripristino dei fondi e, se l'utilizzatore avrà provveduto entro i successivi due mesi, il prestatore non potrà recedere. Cfr. F. MATTASSOGLIO, *sub art. 126-viciester*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 2018, 2379 ss.

<sup>35</sup> Giova segnalare che l'11 febbraio 2020 è stato depositato un disegno di legge - per il quale non sembrano esservi sviluppi ulteriori al momento - recante "Disposizioni in materia di utilizzo ed erogazione del rapporto di conto corrente" ove (oltre all'abrogazione dell'art. 33, comma 3°, lett. a), cod. cons.) è stato proposto l'inserimento, nel codice civile, dell'articolo 1857-*bis*, rubricato «*Apertura e chiusura di un rapporto di conto corrente*» ove si prevede che «*La banca non può in alcun caso esimersi dall'apertura di un rapporto di conto corrente. La banca non può recedere dal contratto di conto corrente prima della scadenza del termine quando i saldi siano in attivo*». Cfr. F. GIGLIOTTI, *Obbligo a contrarre e limiti al (diritto di) recesso nel "rapporto di conto corrente" bancario. A proposito di una recente proposta normativa*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2021, gennaio-marzo, 247 ss.



della parte “debole” del contratto, dal momento che non ne riconosce alcuna<sup>36</sup>.

In conclusione, l’analisi della disciplina del conto di base non lascia molti dubbi: essa configura un obbligo - che grava in capo alla banca - alla conclusione di un contratto di conto corrente di base se il richiedente appartiene ad una delle categorie indicate dall’art. 126-*viciesquater* T.u.B. ed è in possesso dei requisiti richiesti dalla legge. Tale istituto determina la limitazione dell’autonomia privata dell’impresa stessa e riconosce un diritto soggettivo che può essere fatto valere dal cliente in caso di rifiuto a contrarre<sup>37</sup>. Come è noto, in più occasioni, la Corte Costituzionale ha ribadito che il sacrificio dell’autonomia privata determina una compressione della libertà di iniziativa economica privata di cui all’art. 41 della Costituzione ed è legittima se giustificata dal perseguimento di interessi costituzionalmente rilevanti e se risulta proporzionata a tale obiettivo<sup>38</sup>. È indubbio che tale circostanza sussista con riguardo al conto corrente di base. Difatti, l’accesso al conto corrente concorre a definire la fisionomia dell’*homo oeconomicus* e, pertanto, esso è uno strumento di realizzazione dei diritti fondamentali della persona di cui all’art. 2 della Costituzione<sup>39</sup>.

---

<sup>36</sup> Tale constatazione è del tutto coerente con l’impianto sistematico originario del T.u.B. dove è più frequente ritrovare il termine cliente che non il vocabolo consumatore. L’impostazione del Testo Unico, sotto questo profilo, è molto simile a quella propria del Codice Civile ove, a parte alcune eccezioni, si postula la sostanziale parità tra le parti che concludono un contratto secondo un’impostazione tipicamente liberale.

<sup>37</sup> Se il rifiuto a contrarre con un consumatore è illegittimo, del pari non può dirsi con riguardo ad un cliente “non consumatore” rispetto al quale la banca può opporre il suo rifiuto a contrarre. Ciò può avvenire nel caso in cui, ad esempio, il correntista (o aspirante tale) risulti operare in un settore economico con il quale la banca non voglia intrattenere rapporti per ragioni connesse a scelte di carattere etico, ambientale o sociale, cfr. U. MORERA, *op. ult. cit.*, 544. In materia di obbligo a contrarre e, più in generale, a proposito dell’intervento pubblico nelle *questioni contrattuali private*, cfr. P. BARCELLONA, *Intervento statale e autonomia privata nella disciplina dei rapporti economici*, Milano, 1969, 90 ss.; S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, Milano, 2005, 10 ss.

<sup>38</sup> Cfr. CORTE COST., 3 luglio 2006, n. 279; anche CORTE COST., 30 giugno 1994, n. 268; CORTE COST. 15 maggio 1990, n. 241

<sup>39</sup> Sul punto, si rinvia alle conclusioni del Prof. Lemme a termine del convegno tenutosi il 9 giugno 2023 presso l’Università degli Studi di Palermo, organizzato

#### 4. Istruzioni per rendere effettivo il “diritto al conto corrente”

Come si è detto, il diritto al conto corrente (di base) si fonda su una *deminutio* dell'autonomia privata della banca che è sacrificata in nome della realizzazione dell'inclusione finanziaria e, dunque, sociale degli individui.<sup>40</sup> Tale modello di “autonomia regolata” è la plastica riproduzione della previsione contenuta nell'art. 36 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea, che consacra il principio della c.d. “*access justice*” in virtù del quale tutti i consumatori devono poter usufruire dei servizi di interesse economico generale<sup>41</sup>.

Di fatto, l'ordinamento europeo ha invitato il sistema bancario a contribuire alla realizzazione di una campagna di inclusione finanziaria e sociale. Il costo di tali politiche pubbliche è stato traslato dallo Stato all'impresa, secondo un meccanismo sovente in uso negli ultimi decenni. Ciò detto, non si vuole mettere in dubbio o criticare la scelta impositiva del legislatore ma è una “questione di metodo” o, ancora meglio, di politica del diritto. Il legislatore ha scelto di imporre alle imprese bancarie i costi necessari per promuovere l'inclusione sociale omettendo di individuare una qualche forma di incentivo o favorire la diffusione delle informazioni sui conti di base. Senza, di fatto, “promuovere” l'accesso ai conti di base.

In verità, sempre più spesso alle banche è imposto di sopportare sacrifici “ulteriori” rispetto a quelli che gravano su altre categorie di imprese<sup>42</sup>. Ciascuna impresa, anche quella bancaria, deve conseguire

---

dall'Associazione dei docenti del diritto dell'economia insieme con la Banca d'Italia, dal titolo: “*Trasparenza, correttezza e vigilanza di tutela nel T.u.B.*”.

<sup>40</sup> Cfr. P. BARCELLONA, *op. ult. cit.*, 140 ss.; S. RODOTÀ, *op. ult. cit.*, 10 ss.

<sup>41</sup> Cfr. H. MICKLITZ, *Social justice and Access Justice in Private Law*, in *EUI LAW*, 2011/02 <https://hdl.handle.net/1814/15706>, il quale a p. 2 chiarisce qual è il significato da attribuire al principio dell'*access justice* «*I call the Eu model of justice access justice [...] (justice through the acces, not access to justice), i.e. that is for the European Union to grant access justice to those who are excluded from the market or to those who face difficulties in making use of the market freedoms. European private law rules have to make sure that the weaker parties have an maintain access to the market – and to the Europea society insofar as this exists*». Sul punto si veda anche G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi finanziari*, Torino, 2021, 11 s.

<sup>42</sup> In verità, sempre più spesso alle banche è imposto di sopportare dei sacrifici “ulteriori” rispetto a quelli che gravano sulle altre categorie di imprese; forse ciò

logiche di profitto ed in questo senso il ruolo attribuito agli istituti di credito non può essere diverso da quello proprio di ogni altro operatore economico, altrimenti verrebbe a crearsi un sistema in cui i piani della politica e della tecnica si potrebbero confondere. Ad ogni modo, la considerazione a valle di tale discorso è che serve *più Stato* nelle politiche di inclusione<sup>43</sup>.

Ciò anche in virtù del fatto che i diritti, spesso, sono considerati l'unica forza di chi si trova in una posizione di debolezza<sup>44</sup> ma per poter dispiegare tale funzione è necessario che essi siano esercitati. Ebbene, i rilievi empirici relativi all'esercizio effettivo del "diritto al conto corrente" sono pochi e per nulla incoraggianti e probabilmente tale circostanza è un segnale della scarsa diffusione del conto di base<sup>45</sup>.

Pertanto, il diritto al conto corrente potrebbe essere effettivo se l'Unione Europea imponesse agli Stati membri di adottare i mezzi e le misure necessarie per rendere obbligatoria la conclusione di un

---

dipende dall'applicazione speculare della logica di orwelliana memoria in virtù della quale "ci sono animali (*rectius* imprese) più uguali di altri".

<sup>43</sup> Cfr. F. SARTORI, *Vigilanza di tutela e trasparenza*, in *Riv. trim. dir. econ.*, supplemento n. 3 al n. 1, 2022, 3 ss.

<sup>44</sup> Cfr. T. GRECO, *La legge della fiducia. Alle radici del diritto*, Bari, 2021, *passim*.

<sup>45</sup> I rilievi più risalenti nel tempo sono quelli condotti dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, cfr. *Ic45 — Indagine conoscitiva sui costi dei conti correnti bancari*, la cui chiusura è stata deliberata con provv. n. 24466, del 24 luglio 2013, 75 ss. Questa indagine rilevava dei risultati molto deludenti relativamente all'apertura dei conti correnti di base. Più di recente, un'indagine condotta nel 2021 dal Centro Studi di Politica Internazionale (CESPI) e da Deloitte per conto di Unioncamere e del Ministero del Lavoro e delle politiche sociali ha rilevato come: «*il Conto di Base appare ancora poco conosciuto e la gratuità di non immediato accesso, il che rimanda al secondo punto legato alla necessità di avviare percorsi e iniziative di educazione finanziaria diffuse [...] Una conferma dello scenario e delle considerazioni tratteggiate viene dall'analisi relativa all'intenzione di aprire un conto corrente nei prossimi due anni. Il 29% del campione mostra una volontà specifica in questa direzione, mentre il 39% è indeciso. Esiste quindi un bacino potenziale prossimo al 70% dei non bancarizzati che potrebbe essere incluso da un punto di vista finanziario attraverso l'adozione di politiche adeguate. Se ad essi si aggiunge il 27% che dichiara la non intenzione perché ritiene il suo reddito insufficiente e il 2% che valuta i costi troppo elevati, si conferma lo spazio per un'azione finalizzata ad una inclusione finanziaria di base che coinvolga la totalità dei non bancarizzati*», la ricerca è consultabile al seguente link <https://www.unioncamere.gov.it/sites/default/files/comunicazione/Primo%20piano/2021/Domanda.pdf>

contratto di conto corrente di base<sup>46</sup> oppure – e tale è ovviamente l’alternativa preferibile - se applicasse gli strumenti per realizzare una *spinta gentile*<sup>47</sup> supportando così le parti nella sottoscrizione di tale sinallagma.

Pertanto, se l’UE predisponesse le misure necessarie per far sì che tutti i cittadini in età lavorativa<sup>48</sup> concludano un contratto di conto corrente, allora il conto corrente di base potrebbe rappresentare una misura di *welfare state*.

L’inclusione finanziaria prenderebbe forma così da divenire un viatico *effettivo* per garantire l’inclusione sociale, dal momento che tale *obbligo/spinta* consentirebbe di perseguire un ulteriore obiettivo – in aggiunta a ciò di cui si è discusso sino ad ora– e cioè quello di limitare i casi di sfruttamento dei lavoratori e delle lavoratrici<sup>49</sup>.

Di fatto, se ciascun individuo fosse titolare di un contratto di conto corrente, e se su ciascuno si vigilasse, sarebbe molto più semplice scovare i casi di sfruttamento della manodopera nonché, più in generale, taluni i crimini finanziari<sup>50</sup>. Per assolvere a tale fine occorrerebbe ampliare le funzioni delle Banche centrali degli Stati membri dell’UE

---

<sup>46</sup> Ovviamente, così come avviene tuttora per il conto corrente di base, la gratuità del servizio dipenderebbe dall’ISEE dichiarato e, eventualmente, anche da altri fattori concomitanti.

<sup>47</sup> Cfr. R. THALER – C. R. SUNSTEIN, Nudge. *La spinta gentile*, Milano, 2009; S. MULLAINATHAN – E. SHAFIR, Scarcity. *Perché avere poco significa tanto*, Milano, 2014. Giova rammentare che la flessibilità che connota endemicamente i *nudge* rende possibile la loro promozione dalle Istituzioni in numerosi campi della vita pubblica: evasione fiscale, povertà, sanità, sostenibilità. Questi sono solo alcuni campi in cui si sono dimostrati efficaci. Un invito esplicito all’adozione dei *nudge*, e più in generale all’integrazione dell’economia comportamentale come pilastro costitutivo della progettazione delle politiche pubbliche arriva dall’OCSE. Nel suo report “*Regulatory Policy Outlook*” OECD caldeggia l’utilizzo dell’economia comportamentale come “*strumento efficace per l’apprendimento, l’adattamento e l’innovazione*”, cfr. OECD (2018), OECD Regulatory Policy Outlook 2018, OECD Publishing, cfr. D. ROSSANO, *Le tecniche cognitive nei contratti di intermediazione finanziaria. Valutazione dei rischi finanziari ed indicazioni delle neuroscienze*, Napoli, 2011, *passim*.

<sup>48</sup> Prevedendo, ovviamente, le opportune esclusioni per chi, effettivamente, non lavora oppure studia etc.

<sup>49</sup> Giova, inoltre, segnalare che la Direttiva n. 2041/2022 ha imposto l’adozione di un salario minimo garantito nell’Unione <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32022L2041&from=it>

<sup>50</sup> Ovviamente, tale misura si rivolgerebbe essenzialmente alle categorie emarginate e, fin troppo spesso, sfruttate come, ad esempio, i lavoratori immigrati.

che, ad esempio, potrebbero lavorare in sinergia con i Ministeri del lavoro ed utilizzare dei sistemi di Intelligenza Artificiale in grado di mettere in connessione le diverse banche dati europee. In questo caso, le Autorità coinvolte potrebbero adottare gli strumenti di raccolta e di analisi dei dati tipici della *SupTech*<sup>51</sup>. Le Autorità dovrebbero, dunque, sfruttare i sistemi di automazione e di intelligenza artificiale per raccogliere i dati necessari ed analizzarli. In sostanza, si potrebbe automatizzare, per il tramite di appositi *tools*, la fase di raccolta e l'archiviazione dei dati. Mentre i sistemi di A.I. potrebbero supportare le Autorità coinvolte nella fase di analisi dei dati<sup>52</sup>.

Tale proposta si inserirebbe all'interno di un più ampio programma di progressiva *tecnologizzazione* delle attività svolte dalle Autorità di vigilanza. Sul punto si veda il c.d. *AML Package* della Commissione Europea che, oltre alla creazione di una nuova autorità di settore, prevede l'introduzione di sistemi tecnologici per contrastare le attività di riciclaggio<sup>53</sup>.

---

<sup>51</sup> Cfr. D. BROEDERS – J. PRENIO, *Innovative technology in financial supervision (suptech) – the experience of early users*, in *FSI Insights on policy implementation*, no 9, 2018; M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Regtech e Suptech, in intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, (a cura di) PAJNO, DONATI, PERRUCCI, 3, Bologna, 2022, 454 ss.

<sup>52</sup> Per conseguire tali risultati sarebbero certamente necessarie anche le c.d. *big data architectures*. Cfr. S. DI CASTRI, S. HOHL, A. KULENKAMPPF, J. PRENIO, *The Suptech Generations*, in *Bank for International Settlements*, 2019, <https://www.bis.org/fsi/publ/insights19.htm>.; OECD, *The use of SupTech to enhance market supervision and integrity*, in *Business and Finance Outlook 2021: AI*, in *Business and Finance*, OECD Library, 2021. Nel contesto domestico, si segnala il *Regolamento sul trattamento dei dati personali nella gestione degli esposti* del 31 marzo 2022 della Banca d'Italia che disciplina le modalità di trattamento dei dati (anche) attraverso l'uso dei sistemi di Intelligenza Artificiale per individuare situazioni che devono essere valutate con attenzione dell'Autorità.

<sup>53</sup> Cfr. A. URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, (a cura di) ROSSANO, Padova, 2023, 145 ss., pubblicato anche in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, supplemento n. 1 al n. 1, 172 ss.; R. COELHO, M. DE SIMONI, J. PRENIO, *Suptech applications for anti-money laundering*, in *Quaderni dell'Antiriciclaggio*, 2019.

*5. Non si vive di solo CCB. Conclusioni ed un auspicio per il diritto dell'economia.*

Sulla base di quanto sin qui narrato, l'accesso al conto corrente bancario di base rappresenta l'*entry level* nel processo di inclusione finanziaria. Non a caso, come già si è detto, a tale contratto è assegnato un ruolo vettoriale, poiché esso rappresenta il viatico per poter concludere una serie di altri accordi.

Tra di essi rientrano gli strumenti di accesso al credito. Occorre, però, premettere che non si rivengono nel nostro ordinamento norme e principi a fondamento di un "diritto all'accesso al credito" che, di fatto, sembra non sussistere. Pertanto, nelle disposizioni che compongono la disciplina non si ritrovano criteri ispirati alle logiche di tutela dei soggetti più deboli. Non a caso, la mancanza di informazioni in merito alla storia creditizia degli immigrati può rappresentare, se non un ostacolo, una difficoltà di non poco conto. Difatti, così come riportato nei rapporti dell'Osservatorio Nazionale sull'Inclusione Finanziaria dei Migranti, il mancato censimento degli immigrati nei sistemi informativi centralizzati determina l'esclusione di questi ultimi dal sistema creditizio.

Inoltre, se si analizzano le categorie di dati utilizzati dagli operatori economici per elaborare la valutazione di solvibilità del cliente, si evince che chi ha lavori precari o non regolati da un contratto e manca di rapporti pregressi con il circuito creditizio è, nella pratica, escluso dalla possibilità di accedere a quest'ultimo<sup>54</sup>. Tale condizione esclusiva riguarda tanto gli stranieri quanto una quota significativa di cittadini italiani<sup>55</sup>. La questione non è di poco conto. Difatti, a tali soggetti è preclusa la possibilità di accedere al credito bancario perché all'esito della verifica del merito di credito il responso è negativo. Inoltre, se ai

---

<sup>54</sup> Cfr. G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumato*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, 696 ss.; G. FALCONE, *Prestito responsabile e valutazione del merito creditizio*, in *Giur. Comm.*, 1, 2017, 147 ss.

<sup>55</sup> Con riguardo a questi ultimi, ci si riferisce in particolare alla fetta di popolazione *under 29* che non ha un lavoro stabile, ai NEET. Con questo acronimo è adoperato per qualificare i giovani che non lavorano e non studiano. Secondo recenti stime, la maggior parte di loro risiede nelle regioni del Sud Italia: <https://lab24.ilsole24ore.com/giovani-che-non-lavorano-e-non-studiano-neet/>.

metodi tradizionali si affiancano sistemi più evoluti di *credit scoring* basati sull'utilizzo di tecniche di *machine learning*, la questione si complica poiché, come è noto, vi sono posizioni differenti in dottrina in merito agli effetti discriminatori determinati dall'algoritmo<sup>56</sup>. In questo scenario un ruolo centrale può essere assunto (anche) dal microcredito<sup>57</sup> - che ha dimostrato di essere un ottimo strumento di inclusione soprattutto per quei Paesi che hanno sistemi economici in via di sviluppo, come l'India ed il Brasile, ma che, *mutatis mutandis*, potrebbe essere utilizzato anche in UE<sup>58</sup> - che meriterebbe una stagione di rinnovata fortuna<sup>59</sup>. Difatti, considerando l'innata attitudine del microcredito a sostenere la fetta di popolazione che si trova in condizioni di povertà, esso è uno tra gli istituti che più o e meglio può supportare i progetti economici degli "esclusi"<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> Cfr. L. AMMANNATI, G. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2021, 290 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Liber amicorum per Aldo A. Dolmetta*, Pisa, 2023; AA. VV., *Fintech, financial inclusion and income inequality: a quantile regression approach*, in *The European Journal of Finance*, 28.1, 2022;

<sup>57</sup> Ai sensi dell'art. 1, comma 14-*quinquies* della legge di conversione del Decreto Ristori del 18 dicembre 2020, n. 176, pubblicata in Gazzetta ufficiale il 24 Dicembre 2020, è soppresso il secondo periodo del comma 9, dell'articolo 13 del Decreto Liquidità (D.L. n. 23/2020), convertito, con modificazioni, dalla legge 5 giugno 2020, n. 40 ed è stato innalzato l'importo da 25.000 € agli attuali 40.000 €. Tale disposizione – lasciando invariata la possibilità, prevista dalla vigente normativa, di un ulteriore aumento dell'importo pari a 10.000 euro in caso di credito frazionato – consente ai soggetti beneficiari del microcredito di ottenere un finanziamento complessivo massimo di 50.000 euro.

<sup>58</sup> Cfr. A. SEN, *Etica ed Economia*, Bari, 2002; D. ROSSANO, R. MICCÙ, J. L. BOLZAN DE MORAIS, *Microcredit in the Italian and Brazilian legal systems: a bird's eye view*, in *Law and Economics Yearly Review*, 2, 2018.

<sup>59</sup> Come emerge dalla ricerca condotta da Centro Studi di Politica Internazionale (CESPI) e da Deloitte – citata alla nota n. 45- si suggerisce (p. 19) di prevedere strumenti di credito *ad hoc* come, ad esempio, il microcredito per ovviare ai casi in cui, ad esempio, un finanziamento non è stato concesso.

<sup>60</sup> Cfr. E. BANI, art. *sub. art. 111*, in *Comm. t.u.b. Capriglione*, Padova, 1636, la quale a proposito dello scarso utilizzo dell'istituto afferma: «Allo stato, dunque, si può dire che la normativa non abbia raggiunto l'obiettivo di consentire il decollo del microcredito, ma più limitatamente abbia espresso l'opzione a favore di una disciplina di vigilanza semplificata per questa attività, con l'obiettivo di non lasciare vuoti di vigilanza attraverso i quali potrebbero verificarsi pericolose infiltrazioni»; E. MACCHIAVELLO, *La regolazione della microfinanza tra equità ed efficienza*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2012, 353 ss.

Tuttavia, l'effettiva *inclusione degli esclusi* dipende anche dalla possibilità per questi di usufruire dell'intera gamma di servizi bancari e finanziari. A tal proposito giova ribadire che i programmi di educazione finanziaria dovrebbero istruire la popolazione al fine rendere questa consapevole delle possibilità nonché dei rischi del mercato<sup>61</sup>. Ma se ciò potrebbe (astrattamente) valere per i cittadini italiani (o europei) che si trovino in una situazione di svantaggio, non è detto che sia utile ad assicurare l'inclusione finanziaria e sociale degli immigrati extracomunitari dal momento che, ad esempio, tali programmi non sempre tengono conto delle difficoltà linguistiche che essi incontrano<sup>62</sup>.

In verità, analizzando le più recenti stime, il livello di alfabetizzazione finanziaria degli italiani è piuttosto scarso ed evidenzia una posizione di netto ritardo dell'Italia se confrontata con i risultati raggiunti da altri Stati<sup>63</sup>. Detti rilievi debbono essere letti insieme ad altre recenti indagini statistiche che evidenziano una generale e diffusa sfiducia nei confronti del sistema bancario da parte dei consumatori<sup>64</sup>. Ciò significa che i percorsi di educazione finanziaria non hanno ancora determinato l'auspicata inversione di rotta ma è pur vero che riforme di questo tipo necessitano di qualche decade prima che si realizzino i risultati attesi.

Le sfide del diritto dell'economia non sono poche. Sin qui ne sono state indicate solo alcune e l'inclusione finanziaria è stata eletta come principale. Nella rinnovata *età dei diritti* di cui si diceva inizialmente, proprio al diritto dell'economia è attribuito un ruolo chiave.

---

<sup>61</sup> Cfr. B. RUSSO, *L'educazione finanziaria nell'era delle tecnologie digitali. Una lettura coordinata per un approccio nuovo alla disciplina*, Torino, 2022.

<sup>62</sup> Cfr. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, op. cit., 29 ss.

<sup>63</sup> Cfr. G. D'ALESSIO, R. DE BONIS, A. NERI e C. RAMPAZZI, *L'alfabetizzazione finanziaria degli italiani: i risultati dell'indagine della Banca d'Italia del 2020*, in *Questioni di economia e finanza. Occasional Paper*, dicembre 2020, si v. in particolare le conclusioni contenute a pagina 39.

<sup>64</sup> Da una recente rilevazione Ipsos emerge come oltre due terzi dei cittadini affermino di non fidarsi né delle imprese né delle banche, ritenendo che nessuno tra gli attori economici citati tenga in debito conto le esigenze della clientela. Tale dato è in crescita nel corso degli ultimi anni, difatti esso è passato dal 65% di fine 2020 al 69%; esso è particolarmente evidente tra le donne (74%), i ceti popolari (80%) e i residenti nelle isole e nel centro Italia (75%), cfr. IPSOS, *Catenaccio all'italiana. Un Paese in difesa, pronto al contrattacco ed alla ricerca di un futuro*, 2023, in part. 45 ss.



L'*umanesimo giuridico* di cui si diceva non è un fatto estraneo ai processi economici; non a caso, la primazia del diritto sull'economia caratterizza anche il nome della disciplina<sup>65</sup>. Del resto, è noto che il mercato non sia un sistema autopoietico.

Ebbene, al fine di garantire che il rapporto tra esclusi e finanza sia un'endiadi e non un ossimoro, quest'ultima dovrà farsi carico di un compito cui si è fatto cenno in precedenza: divenire il vettore che garantisce la realizzazione dei diritti fondamentali della persona.

---

<sup>65</sup> Cfr. G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics: Essays in Reform and Recollection*, Yale University Press, 2016, *passim*.



## **Scoring assicurativo algoritmico e rischio di discriminazione. Spunti per una riforma**

**SOMMARIO:** 1. Introduzione e perimetro dell'analisi – 2. Uso dell'intelligenza artificiale nella prestazione di servizi finanziari, bancari e assicurativi – 3. Esternalità positive e negative derivanti dall'adozione dell'intelligenza artificiale nello *scoring* assicurativo – 4. *Scoring* algoritmico automatizzato e articolazioni della trasparenza nel settore assicurativo: l'obbligo di spiegabilità – 4.1. (segue) La sorveglianza o intervento umani – 4.2. (segue) Governo dei dati e tenuta dei registri – 5. Sistemi di *scoring* assicurativo e prospettive di regolazione: spunti dalla proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale – 6. Rilievi conclusivi: quali prospettive riformatrici per lo *scoring* assicurativo in un settore (ancora) deregolato.

### *1. Introduzione e perimetro dell'analisi*

L'obiettivo del presente contributo consiste nella piena comprensione dell'impatto dell'intelligenza artificiale rispetto alla disciplina contrattuale e d'impresa assicurativi. Entrambe le prospettive, quelle dell'atto e dell'attività, richiedono adeguate risposte derivanti dal costante utilizzo e diffusione nel settore delle assicurazioni private di supporti tecnologici legati all'intelligenza artificiale e alle sue potenziali elaborazioni<sup>1</sup>. Ci si riferisce in particolare all'adozione di sistemi di calcolo algoritmico, utilizzati non solo durante l'esecuzione del contratto, ma soprattutto nella fase prenegoziale che consentono alle compagnie di elaborare una più puntuale politica di fissazione del prezzo e di sottoscrizione. Più precisamente, l'assunzione e la

---

<sup>1</sup> Per una definizione di intelligenza artificiale sufficientemente astratta e flessibile da poter inglobare le sue attuali e future implementazioni si ponga mente a quella fornita dall'*High Level Expert Group on Artificial Intelligence* della Commissione europea, nel documento *A Definition of AI: Main Capabilities and Disciplines. Definition developed for the purpose of the HLEG's deliverables*, 8<sup>th</sup> April 2019, 8, secondo cui «Artificial intelligence (AI) systems are software (and possibly also hardware) systems designed by humans that, given a complex goal, act in the physical or digital dimension by perceiving their environment through data acquisition, interpreting the collected structured or unstructured data, reasoning on the knowledge, or processing the information, derived from this data and deciding the best action(s) to take to achieve the given goal. AI systems can either use symbolic rules or learn a numeric model, and they can also adapt their behavior by analyzing how the environment is affected by their previous actions».

processazione di dati relativi ai beneficiari permette la realizzazione di una precisa profilatura della clientela, concretizzantesi nel c.d. *scoring* assicurativo di natura algoritmica.

In concreto, si intende analizzare come il substrato tecnologico utilizzato dagli assicuratori non abbia esclusivamente comportato delle positive ripercussioni lungo tutto il ciclo di vita del prodotto<sup>2</sup>. In particolare, laddove l'intelligenza artificiale prescelta consti nel modello c.d. *machine learning*: un sistema capace di elaborare un numero elevatissimo di dati, sulla base di centinaia o migliaia di variabili, grazie a una tecnica di analisi basata su un processo di apprendimento automatico<sup>3</sup>.

Al contrario, le criticità in punto di elaborazione algoritmica dei dati – per di più funzionante secondo una metodologia tecnologica che simula il ragionamento induttivo – non sono di poco conto. E constano nel rischio di discriminazione dei beneficiari e nella conseguente esclusione dei soggetti più vulnerabili<sup>4</sup> dalle prestazioni “di protezione”<sup>5</sup>. Ciò significa che le distorsioni derivanti dal trattamento

---

<sup>2</sup> Sulle esternalità positive dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale nel settore assicurativo e – seppur non ancora diffusi su larga scala – dei sistemi di *machine learning* si veda più dettagliatamente *infra* par. 3.

<sup>3</sup> Sulla definizione dei sistemi di elaborazione algoritmica via *machine learning*, si veda K. MURPHY, *Machine Learning. A Probabilistic Perspective*, Cambridge, 2012, 1, che definisce la funzionalità del *machine learning* in questi termini «We define machine learning as a set of methods that can automatically detect patterns in data and then use the uncovered patterns, or to perform other kinds of decision making under uncertainty».

<sup>4</sup> Nel report di Eiopa, *Artificial intelligence governance principles: towards ethical and trustworthy artificial intelligence in the European insurance sector*, Luxembourg, 2021, 26, l'autorità di vigilanza pone l'accento su particolari tipologie di soggetti vulnerabili, suddividendoli per caratteristiche personali (vecchiaia, membri di minoranze etniche), per condizioni di salute, nonché per abilità digitali.

<sup>5</sup> Il riferimento all'obbligo del pagamento dell'indennizzo a carico dell'assicuratore come “prestazione di sicurezza” viene sostenuto A. SAPORI, *Per la storia dei sentimenti. Divagazioni sulle assicurazioni*, in *Ass.*, 1958, I, 3; H. MÖLLER, *L'aspirazione alla sicurezza e sua influenza sull'evoluzione del diritto della responsabilità civile dell'assicurazione*, in *Ass.*, 1961, I, 386 A. GAMBINO, voce *Assicurazione (contratto di: profili generali)*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, 8, correttamente segnala che «Dalla stessa esistenza del vincolo dell'assicuratore – non da una prestazione di quest'ultimo – derivano per l'assicurato quella tranquillità e sicurezza psicologica la cui importanza è stata tante volte sottolineata dalla dottrina e che non sono legate ad una prestazione attuale, ma alla certezza della prestazione al

di «categorie particolari di dati personali» – fattori di rischio che, nel contesto dell'attività assicurativa, riguardano il genere, l'origine etnica, come pure la salute di una persona<sup>6</sup> – potrebbero escludere potenziali assicurati dal servizio assicurativo. Causando, quindi, la possibile lesione di diritti e libertà fondamentali – consistenti nel diritto alla salute, all'abitazione, al libero esercizio dell'attività economica – realizzabili attraverso il tipo contrattuale.

Tali premesse contenutistiche importano che il presente studio venga condotto sullo sfondo di un contesto normativo che si preannuncia solo parzialmente completo. Per un verso, infatti, il legislatore europeo ha dato impulso a una proposta di regolamentazione generale dell'utilizzo dell'intelligenza artificiale<sup>7</sup>, per l'altro, l'intento riformatore riguarda soltanto la branca del diritto bancario. Laddove, cioè, la proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo<sup>8</sup> contempla specifiche previsioni in materia di trattamento automatizzato dei dati e profilazione della clientela nella valutazione del merito creditizio<sup>9</sup>. Di contro, nel settore assicurativo, fa eco l'assenza di un progetto di riforma che disciplini il rapporto tra calcolo computazionale automatizzato e regime positivo delle assicurazioni private.

Per questo motivo, appare utile innanzitutto apprestare le prime risposte, così in merito ai doveri di condotta degli intermediari, come pure in tema di governo societario. Arricchite, in ambo i casi, dalla necessaria interazione con le spinte riformatrici nel campo dell'intelligenza artificiale e con la disciplina della *data governance* prevista dal Regolamento (UE) 2016/679. In conseguenza, un momento di riflessione deve riservarsi anche all'auspicabile approccio regolatorio verso un fenomeno – quello della connessione tra

---

verificarsi dell'evento»; E. DAMIANI, *Contratto di assicurazione e prestazione di sicurezza*, Milano, 2008, in part. 142.

<sup>6</sup> Art. 9 par. 1 Reg. (Ue) 2016/679.

<sup>7</sup> Si tratta della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (Legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione, Bruxelles, 21. 4. 2021, COM (2021) 206 final, 2021/0106 (COD).

<sup>8</sup> Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo, Bruxelles, 30.6.2021, COM (2021) 347 final.

<sup>9</sup> In particolare cons. 48 e art 18 co. 6 della proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo.

sottostante tecnologico, tipo contrattuale e attività – che, sebbene analizzato attraverso la lente del diritto assicurativo, assume una portata trasversale.

In virtù di simili considerazioni, di contenuto e di metodo, appare perciò quanto più necessario fornire alcuni elementi definatori in relazione all'utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale nei fenomeni finanziari, con particolare enfasi su quello assicurativo. Per poi, infine, concentrarsi sulle modalità di calcolo algoritmico alla base della profilazione dell'assicurato, sulle ricadute pratiche e sulle criticità di natura giuridica che comportano nel diritto delle assicurazioni private.

## *2. Utilizzo dell'intelligenza artificiale nella prestazione di servizi bancari, finanziari e assicurativi*

Un dato preliminare che non può essere trascurato riguarda il diffuso utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale nella prestazione di servizi bancari, finanziari e assicurativi.

Così nei contratti di credito si è assistito in termini gradualmente all'introduzione di modelli predittivi di intelligenza artificiale nella valutazione del merito creditizio del prenditore<sup>10</sup>. Nella prestazione di servizi e attività di investimento, poi, il coinvolgimento di strumenti di intelligenza artificiale si è concentrato soprattutto nel servizio di

---

<sup>10</sup> La valutazione del merito creditizio supportata dal progressivo utilizzo di infrastrutture basate sull'IA costituisce un campo d'indagine sempre più approfondito dai commentatori. Il c.d. *credit scoring* dei soggetti finanziati, infatti, ha sortito l'interesse della dottrina non solo per un maggior grado di efficienza nella prestazione dei servizi di credito, ma anche per via delle criticità – tra tutte il rischio di discriminazione e di esclusione finanziaria – che i sistemi di IA potrebbero determinare. Senza pretesa di esaustività si vedano i contributi di F. MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un social credit system?*, Milano, 2018, in part. 93-123; ID., *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2020, II, 187 ss.; L. AMMANNATI, G. L. GRECO, *Il credit scoring alla prova dell'intelligenza artificiale*, XXVI *Lezioni di diritto dell'intelligenza artificiale*, U. RUFFOLO (a cura di), Torino, 2020, 373 ss.; G. L. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra artificial intelligence act e testo unico bancario*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, III, 74 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, 175 ss.

consulenza attraverso i cc.dd. *robo advisors*<sup>11</sup>, ma non solo. Si rintraccia per vero anche nella gestione di portafoglio, laddove le tecniche di intelligenza artificiale facilitano la fase di selezione dei singoli strumenti, ottimizzano la composizione del portafoglio e migliorano la gestione del rischio di mercato e di credito<sup>12</sup>.

Inoltre, nel novero dei servizi di negoziazione, l'impatto dell'intelligenza artificiale si è tradotto nel fenomeno del *trading* algoritmico, funzionante grazie a una complicata elaborazione algoritmica che consente di raccogliere istantaneamente un elevato ammontare di informazioni per poi avviare in automatico ordini di acquisto o di vendita di strumenti finanziari<sup>13</sup>.

Quanto al diritto assicurativo, l'introduzione dell'intelligenza artificiale appare ancor più determinante, collocata all'interno di un settore produttivo in cui i dati riguardanti i beneficiari ricoprono un ruolo essenziale nella dinamica contrattuale e determinano un impatto di rilievo in punto di attività. Le logiche della produzione assicurativa – basate sull'inversione del ciclo produttivo – per giunta, necessitano di un approccio previsionale che consenta di pronosticare con un grado

---

<sup>11</sup> T. BAKER, B. DELLAERT, *Regulating Robo Advice Across Financial Services Industry*, 103 *Iowa L. Rev.* (2017) 713; P. SCHOLZ, M. TERLIT, *Robo-Advisory: The Rise of the Investment Machines*, in *Robo-Advisory. Investing in Digital Age*, P. SCHOLZ (ed.), Cham, 2020, 3 ss. Per una breve disamina della dottrina interna si veda M. T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M. T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2017, 127 ss.; R. LENER, *La "digitalizzazione" della consulenza finanziaria: appunti sul c.d. robo-advice*, in *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, R. LENER (a cura di), Roma, 2018, 45 ss; U. MORERA, *Consulenza finanziaria e "robo-advisor": profili cognitivi*, in *An. giur. ec.*, 2019, II, 205.

<sup>12</sup> Sull'utilizzo dell'infrastruttura di intelligenza artificiale nel contesto della gestione di portafogli si veda principalmente N. LINCiano, P. BRANDIMARTE, *L'automazione nella gestione di portafoglio: opportunità e rischi nel dibattito in corso*, in *Quaderni Fintech. L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, N. LINCiano, V. CAIVANO, D. COSTA, P. SOCCORSO, T. N. POLI, G. TROVATORE (a cura di), Roma, 9 giugno 2022, spec. 14-17.

<sup>13</sup> Sull'utilizzo di sistemi automatici di elaborazione dei dati nel contesto del *trading* algoritmico si vedano, *ex multis*, M. BERTANI, *Trading algoritmico ad alta frequenza e tutela dello slow trader*, in *An. giur. ec.*, 2019, I, 261; F. ANNUNZIATA, *I processi automatizzati e il trading algoritmico*, in *Diritto del Fintech*, M. CIAN, C. SANDEI (a cura di) Padova, 2020, 397 ss.

di probabilità vicino alla certezza l'esistenza del rischio e la conseguente realizzazione dell'evento dannoso.

Ma gli studi delle autorità di vigilanza europea e interna, in questo senso, sembrano andare perfino oltre la semplice processazione algoritmica dei metadati che, beninteso, costituisce un aiuto prezioso nella profilazione degli assicurati<sup>14</sup>. Nel 2022 Ivass ha condotto una rilevazione sull'utilizzo di algoritmi *machine learning* da parte delle assicurazioni in processi con impatto sulla clientela. I risultati di un simile sforzo, tradottisi nell'indagine del febbraio 2023<sup>15</sup>, hanno rivelato una tendenza precisa: il 43% delle imprese intervistate fa ricorso a qualche forma di intelligenza artificiale, mentre il 27% utilizza almeno un algoritmo di *machine learning*. Tale supporto tecnologico, per giunta, appare esteso a tutti i processi produttivi essenziali, come la prevenzione delle frodi, il *claim management*, ma soprattutto il *pricing* delle polizze<sup>16</sup>. Ancor prima, l'applicazione di *Big data analytic tools*, comprendenti anche interventi rimessi a modelli di apprendimento automatico, è stata oggetto di approfondimento da parte di Eiopa in materia di assicurazione r.c. auto e sanitaria. Rami in cui il regolatore europeo ha riscontrato come il 20% degli intermediari e il 59% dei produttori utilizzino l'intelligenza artificiale, anche nella versione più avanzata, con riguardo principalmente alla fissazione del prezzo e alla sottoscrizione<sup>17</sup>.

La panoramica così descritta impone dunque una riflessione, necessitata per vero non solo in virtù dei dati forniti dalle *authorities*, in cui la diffusione di un'intelligenza artificiale "potenziata" investe l'intera catena produttiva, soprattutto nelle fasi antecedenti alla distribuzione. Ma anche per via degli inevitabili e ulteriori sviluppi di

---

<sup>14</sup> Come adeguatamente precisato dai commentatori che si sono occupati di analizzare il rapporto tra calcolo algoritmico predittivo, profilatura del cliente e attività dell'assicuratore, come nel caso di E. BATTELLI, *Big data e algoritmi predittivi nel settore assicurativo: vantaggi e nuovi rischi*, in *Corr. giur.*, 2019, XII, 1522.

<sup>15</sup> *Indagine sull'utilizzo degli algoritmi di Machine Learning da parte delle imprese assicurative nei rapporti con gli assicurati*, Ivass a cura del Servizio di vigilanza condotta di mercato, febbraio 2023, reperibile al sito [https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/altre-pubblicazioni/2023/indagine-algoritmi/Esiti\\_Indagine\\_Algo-governance.pdf](https://www.ivass.it/pubblicazioni-e-statistiche/pubblicazioni/altre-pubblicazioni/2023/indagine-algoritmi/Esiti_Indagine_Algo-governance.pdf).

<sup>16</sup> *Ibid.*, 4-5.

<sup>17</sup> *Big Data analytics in motor and health insurance: a thematic review*, Eiopa, Luxembourg, 2019, in part. 15-16.



tale fenomeno tecnologico, che già si intercettano volgendo lo sguardo alle esperienze di altri ordinamenti<sup>18</sup>.

Lo *scoring* assicurativo condotto tramite *machine learning* implica perciò un ragionamento attinente all'impatto che esso produrrà – e che già parzialmente si riscontra – nel mercato assicurativo, soprattutto verso i clienti e l'avanzamento di tale rinnovato strumentario tecnologico, necessita di rimodulare gli stilemi dell'organizzazione d'impresa innanzitutto. Ma anche delle regole contrattuali, del dovere – o dei doveri, a questo punto – di trasparenza. Pertanto, usando le utili sponde fornite dalle proposte legislative di matrice eurocentrica, si tenterà di approntare le più acconce repliche ai *bias* provenienti dall'elaborazione dei dati e che infine affliggono il punteggio assicurativo. Affinché l'apporto dell'intelligenza artificiale non determini l'esclusione dai servizi assicurativi e, in conseguenza, venga meno la funzione di inclusione sociale che il tipo contrattuale svolge<sup>19</sup>.

Attraverso questa specifica prospettiva di ricerca, dunque, si procederà ad inquadrare il fenomeno dello *scoring* assicurativo apprezzandone gli impatti positivi, come pure i rischi. Per giungere infine a tracciare un'architettura normativa e regolatoria *ad hoc* di tale fenomeno, sulla scorta sia dei principi ispiratori della disciplina settoriale che delle linee direttrici delle attuali spinte riformatrici di origine europea.

---

<sup>18</sup> In particolare di quello statunitense, dove l'affermazione dell'intelligenza artificiale, anche per mezzo di strumenti di *machine learning*, si sta affermando gradualmente. Per una prima analisi prospettica del fenomeno, stato per stato, si veda il report Deloitte, *Artificial Intelligence (AI) state of play in insurance regulation. Developments as of March, 2023, Centre for Regulatory Strategy, US*. Altrettanto interessante è il resoconto congiunto fornito dalla Bank of England e dalla FCA, nel report *Machine learning in Uk financial services*, October 2019, 32 ss.

<sup>19</sup> Su tale funzione che si afferma attraverso il contratto assicurativo, si vedano le pagine di F. SANTORO PASSARELLI, *Funzioni delle assicurazioni private e delle assicurazioni sociali*, in *Ass.*, 1962, I, 42; G. COTTINO, *L'assicurazione tra passato e presente*, G. COTTINO, M. CAGNASSO, M. IRRERA (a cura di), in *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, in *Tratt. dir. comm.*, O. COTTINO (dir. da), Padova, 2001, 7.

### 3. *Esternalità positive e negative derivanti dall'adozione dell'intelligenza artificiale nello scoring assicurativo*

L'assorbimento dei modelli di intelligenza artificiale all'interno del ciclo produttivo dell'assicurazione deve essere considerato, in primo luogo, in virtù delle ricadute positive che esso determina, sulla base di un approccio di tipo efficientistico. La necessità di individuare in anticipo l'ammontare dei premi necessita di strumenti che garantiscano una misurazione puntuale della prestazione dell'assicurato che, ancor prima, suppone quella del rischio assicurabile. Le necessità imposte dal funzionamento dell'industria assicurativa, per vero, trovano un primo riscontro nell'insieme sempre più ampio di dati a cui l'assicuratore può attingere, diversi e ulteriori rispetto a quelli "tradizionalmente" disponibili<sup>20</sup>. Un simile profilo, unito alle funzionalità dell'intelligenza artificiale, comporta perciò esternalità positive di non poco conto che coinvolgono sia le imprese che i consumatori.

L'elaborazione algoritmica dei dati consente innanzitutto di formulare migliori servizi assicurativi, nell'ottica di una personalizzazione del prodotto<sup>21</sup> più adeguato al profilo della clientela

---

<sup>20</sup> Con un aumento della quantità e della qualità dei dati assimilabili, l'assicuratore può godere di un ampio set di informazioni a sua disposizione. Si pensi a quelli reperibili in rete e derivanti dall'utilizzo di motori di ricerca, al comportamento del cliente sui social media, alle abitudini di consumo *on-line*. Al contempo, sempre più frequentemente le imprese hanno attinto alle informazioni legate all'*Internet of Things*, si pensi alle abitudini di guida intercettate dalle scatole nere, le condizioni di salute sussumibili dall'interazione con i cc.dd. *wearable data*. Inoltre, gli assicuratori si sono dimostrati sempre più interessanti a quei dati che costituiscono la c.d. "*digital footprint*" dei consumatori. Per un approfondimento sul nuovo set di dati a disposizione delle imprese assicurative, utilizzabile in tutte le fasi del ciclo produttivo, si vedano G. MEYERS, I. VAN HOYWEGHEN, "*Happy Failures*": *Experimentation with behaviour-based personalization in car insurance*, in *Big Data and Society*, 2020, I, 8 ss., dove gli Aa. si concentrano sullo stile di guida come dato assunto dagli *internal devices* inseriti nell'autovettura; C. ALBO, *Alternative Data for Configurable and Personalized Commercial Insurance Products*, in *Big Data and Artificial Intelligence in Digital Finance. Increasing Personalization and Trust in Digital Finance using Big Data and AI*, J. SOLDATOS, D. KYRIAZIS (eds.), Cham, 2022, in part. 315-320; Z. BEDNARZ, K. MANWARING, *Hidden Depths: The Effects of Extrinsic Data Collection on Consumer Insurance Contracts*, in *Comp. L. Sec. Rev.*, 2022, II, spec. 5-6.

<sup>21</sup> In questo senso non si cade in errore nel sostenere che l'assunzione dei *big data* unita all'elaborazione algoritmica rimessa all'intelligenza artificiale possa perfino facilitare l'adozione della politica di *product governance* dell'impresa assicurativa,

di riferimento. Al contempo – e conseguentemente – permette l’ampliamento dell’accesso a rischi in precedenza non assicurabili<sup>22</sup>.

L’ampio ventaglio di dati a cui ha accesso l’intelligenza artificiale, unito al monitoraggio degli assicurati, consente di applicare una politica mirata di contrasto alle frodi<sup>23</sup> e, più generalmente, una più efficiente gestione dei sinistri.

Simili vantaggi si riflettono poi anche lungo il versante della solvibilità dell’intermediario che, grazie a un’accurata fissazione del prezzo, potrà gestire adeguatamente il complesso dei requisiti patrimoniali minimi e di solvibilità, nonché i fondi propri di base e garantire la continuità dei servizi<sup>24</sup>.

Da un lato, l’analisi dei *big data* da parte di intelligenze artificiali apporta dei vantaggi diretti alle compagnie assicuratrici e di riflesso anche in capo agli aventi diritto alle prestazioni assicurative. Dall’altro, è proprio nei confronti degli assicurati che la computazione algoritmica dei dati affidata a tali sistemi, operanti in alcuni casi anche attraverso modalità “accresciute”, determina delle criticità rilevanti. In particolare, il riferimento corre a un fenomeno per vero trasversale ai vari settori regolamentati – e, non a caso, oggetto dell’attenzione delle

---

con particolare enfasi sul momento dell’individuazione del mercato e della clientela di riferimento. Ad ogni modo, la tendenza ad un approccio *tailor made* determinato dall’utilizzo e dall’elaborazione algoritmica dei metadati viene sottolineata da A. CAMEDDA, *La rivoluzione tecnologica nel settore assicurativo: l’avvento dei big data*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2016, IV, suppl., 6; R. VIEGARD, N. GUHR, S. KRYLOW, M. BREITNER, *Analysis of wearable technologies’ usage for pay-as-you-live tariffs: recommendations for insurance companies*, *ZVersWiss* 108, 63 (2019); M. TANNINEN, *Contested Technology: Social Scientific Perspectives of Behaviour-Based Insurance*, in *Big Data and Society*, 2020, I, 1.

<sup>22</sup> M. ELING, D. NUESSELE, J. STAUBLI, *The impact of artificial intelligence along the insurance value chain and on the insurability of risks*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice* 47 (2022) 231.

<sup>23</sup> R. SWEDLOFF, *The New Regulatory Imperative for Insurance*, 60 *Bost. Coll. L. Rev.* (2020) 2072; F. ASLAM, A. HUNJRA, Z. FTITI, W. LAOUHICI, T. SHAMS, *Insurance fraud detection: Evidence from artificial intelligence and machine learning*, in *Research in International Business and Finance*, 2022, 62, 1, reperibile al sito <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531922001325>.

<sup>24</sup> Che l’utilizzo dell’intelligenza artificiale nella processazione dei dati consenta, infine, di preservare la stabilità patrimoniale dell’impresa in virtù di più oculate scelte di produzione, è un aspetto colto da P. MANES, *Credit scoring assicurativo*, machine learning e profilo di rischio: nuove prospettive, in *Contr. impr.*, 2021, II, 480.

autorità di vigilanza degli stati membri e non<sup>25</sup> – e che si traduce nell’effetto discriminatorio derivante dal calcolo algoritmico rimesso ai sistemi intelligenti<sup>26</sup>. In sostanza, è possibile che taluni soggetti, appartenenti a determinati gruppi suddivisi in base alle tipologie di rischi assicurabili, per via di errori cognitivi derivanti dal malfunzionamento degli algoritmi siano esclusi dalle prestazioni assicurative. E le ragioni che stanno alla base di tale esito escludente si riscontrano nello stretto legame tra i dati processati dai sistemi artificiali e gli ordini ricevuti dagli sviluppatori in merito alle informazioni valutabili ai fini del calcolo algoritmico<sup>27</sup>. I dati possono assumersi da determinati comportamenti *on-line* – acquisti in rete, contatti *social*, geolocalizzazioni – e, in taluni casi, essere per giunta di natura personale, esponendo il potenziale beneficiario a un elevato rischio di discriminazione<sup>28</sup>. Di conseguenza la loro individuazione e successivo

---

<sup>25</sup> L’interesse, in generale, per l’applicazione dell’IA nel settore assicurativo come pure per l’analisi delle dinamiche discriminatorie si è manifestato in seno alle autorità di vigilanza attraverso quaderni – o, più generalmente – studi dedicati. In questo senso D. CAPONE, *La governance dell’Artificial Intelligence nel settore assicurativo tra principi etici e responsabilità del board nella cultura aziendale*, in *Quaderno Ivass* n. 16, Roma, Febbraio 2021, 7, 15. Quanto all’esperienza tedesca si veda lo studio della BaFin, *Big data meets artificial intelligence. Challenges and implications for the supervision and regulation of financial services*, July 16<sup>th</sup>, 2018, spec. 178, reperibile al sito [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/dl\\_bdai\\_studie\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/dl_bdai_studie_en.html); in Francia, senza il *discussion paper* della Banque de France di O. FLICHE, S. YANG, *Artificial intelligence: challenges for the financial sectors*, december 2018, in part. 16; quanto all’autorità dei mercati finanziari canadese, si vedano le linee guida intitolate *Artificial intelligence in finance. Recommendations for its responsible use*, *Autorité des Marchés Financiers*, November 2021, 49.

<sup>26</sup> Per una visione di ordine generale del fenomeno discriminatorio ed escludente derivante dall’utilizzo dei sistemi di IA, si vedano i contributi di J. BALKIN, *The Three Law of Robotics in the Age of Big Data*, 78 *Ohio St. L. J.* (2017) 1232-1233.

<sup>27</sup> M. MULLINS, C. P. HOLLAND, M. CUNNEEN, *Creating ethics guidelines for artificial intelligence and big data analytics consumers: The case of the consumer European insurance market*, in *Patterns*, 2021, 6, reperibile al sito [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3808207](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3808207).

<sup>28</sup> In questo senso, chiare le considerazioni espresse dall’*European Agency for Fundamental Rights (FRA)* nel suo contributo intitolato *Data quality and artificial intelligence – mitigation bias and error to protect fundamental bias and error to protect fundamental rights*, Wien, 2019, 6, laddove, proprio con riferimento al settore delle assicurazioni private, considera in aumento l’utilizzo dei dati dalle piattaforme *social* e con esso il rischio di discriminazione.

inserimento nel processo elaborativo si rivelano dirimenti: se le informazioni utilizzate dall'algoritmo incorporano dei *bias* e si basano su delle variabili in passato rivelatesi particolarmente significative, l'intelligenza artificiale non potrà che considerarne la particolare incidenza. Pertanto il dato discriminatorio risulta difficilmente eliminabile anche quando il programmatore escluda determinate caratteristiche dall'elaborazione del *software*. L'algoritmo può infatti individuare una combinazione di altri fattori correlati che si accompagnano ricorrentemente con l'elemento proibito e porli alla base delle proprie decisioni, che continueranno comunque a produrre effetti discriminatori<sup>29</sup>.

Non va infine dimenticato che le esternalità derivanti dall'interazione di tale elemento tecnologico devono calarsi nell'ambito normativo di riferimento che appare alquanto frastagliato. Il principio di parità di trattamento in base alla razza o all'origine etnica, come pure tra uomo e donna, tutt'ora informa la prestazione dei servizi assicurativi. E determina divieti di discriminazione diretta accolti dall'ordinamento interno – si pensi all'art. 2 D.lgs 215/2003 e all'art. 55-ter co. 1 del D.lgs 198/2006 (c.d. Codice delle pari opportunità) – sulla spinta di quello dell'Unione<sup>30</sup>. Nel contesto eurounitario, per vero, il legislatore ha imposto che il fattore sesso non possa determinare differenze nei premi e nelle prestazioni, come previsto dall'art. 5 co. 1 della Direttiva 2004/13/Ce. Contestualmente, la giurisprudenza della Corte di giustizia, attraverso la sentenza C-236-09 *Association Belge*

---

<sup>29</sup> Sulla natura intrinsecamente discriminatoria di alcuni dati, o meglio, della processazione algoritmica effettuata da alcune espressioni dell'intelligenza artificiale, si veda S. BAROCAS, A. SELBST, *Big Data's Disparate Impact*, 104 *Cal. L. Rev.* (2016) 671, 674. In questo senso si notino le considerazioni espresse dall'*International Association of Insurance Supervisors (IAIS)*, in *Issues Paper on the Use of Big Data in Insurance*, February 2021, punto 30-31 in cui, specificando che gli algoritmi funzionanti grazie al machine learning si basano su serie storiche di dati, è plausibile che questi continuino a riprodurre pregiudizi imprevisti. Di conseguenza, ciò conduce a una differenziazione ingiustificata dei consumatori, sulla base di considerazioni incoerenti con il reale profilo di rischio degli assicurati.

<sup>30</sup> Il D.lgs 215/2003 e il D.lgs 198/2006 costituiscono gli atti normativi interni di attuazione delle direttive 2000/43/Ce del Consiglio, che attua il principio di parità di trattamento fra le persone indipendentemente dalla razza o dall'origine etnica e della direttiva 2004/13/Ce del Consiglio che attua il principio della parità di trattamento tra uomini e donne per quanto riguarda l'accesso a beni e servizi e la loro fornitura.

*des Consommateurs Test-Achats e a.*, ha pronunciato l'invalidità del comma successivo della stessa disposizione, che contempla una deroga sulla base di «pertinenti dati attuariali e statistici». Sebbene, in verità, le linee guida adottate dalla Commissione successivamente alla pronuncia abbiano chiarito quando utilizzare le informazioni legate al genere<sup>31</sup>. Così, in conseguenza, la normativa interna in tema di parità di trattamento per l'accesso ai servizi ha replicato le indicazioni provenienti dal Consiglio e dal giudice di Lussemburgo<sup>32</sup>.

---

<sup>31</sup> *Linee direttrici per l'applicazione della direttiva 2004/113/Ce del consiglio nel settore delle assicurazioni, sulla base della sentenza della Corte di giustizia dell'Unione europea nella causa C-236/09 (Test-Achats)*, in part. sezione 2.2. intitolata "Ammissibilità delle pratiche legate al genere nel settore delle assicurazioni". Al punto quattordici si specifica che «In seguito alla sentenza Test-Achats rimane quindi possibile raccogliere, conservare e usare informazioni sullo status di genere o ad esso collegate entro certi limiti, ossia: per gli accantonamenti e la fissazione interna dei prezzi; [...] per la fissazione dei prezzi di riassicurazione [...]; per il marketing e la pubblicità; [...] per le assicurazioni sulla vita e le assicurazioni malattia». Relativamente all'utilizzo delle informazioni utilizzate nell'ambito dell'assicurazione sulla vita o malattia, le linee guida specificano che «Vi sono tuttavia altri fattori di rischio, come ad esempio le condizioni di salute o la storia familiare, sulla cui base una differenziazione è possibile e per la cui valutazione gli assicuratori devono tener conto del genere, in virtù di alcune differenze fisiologiche tra uomini e donne » (corsivo aggiunto).

Quanto alla pronuncia della Corte di giustizia, sia in merito all'esclusione del sesso fra i fattori di rischio, come pure in relazione all'efficacia intertemporale della stessa e in relazione alla mancata espunzione del par. 2 dell'art. 5 – con la successiva situazione di incertezza giuridica che ne è derivata, al netto dell'adozione delle linee guida – si vedano i commenti di A. VENCHIARUTTI, *Il principio di parità di trattamento tra i sessi in materia assicurativa: riflessione a margine della sentenza della Corte di giustizia "Test-Achats"*, in *Dir. ec. ass.*, 2011, IV, 1505; M. FRIGGESSI DI RATTALMA, *Premi "unisex" vs tariffe differenziate nel settore assicurativo: la sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea nel caso Test-Achats*, in *Ass.*, 2012, I, 3; P. MARANO, *Le assicurazioni discriminano o differenziano in base al sesso?*, in *Eur. dir. priv.*, 2012, I, 265.

<sup>32</sup> Ci si riferisce all'art. 55-*quater* del D.lgs 198/2006 co.1 e 2 che recita «Nei contratti conclusi per la prima volta a partire dal 21 dicembre 2012 il fatto di tenere conto del sesso quale fattore di calcolo dei premi e delle prestazioni a fini assicurativi e di altri servizi finanziari non può determinare differenze nei premi e nelle prestazioni.

In ogni caso i costi inerenti alla gravidanza e alla maternità non possono determinare differenze nei premi o nelle prestazioni individuali».

Da tale quadro complessivo si dischiude uno scenario che le imprese assicurative, nell'uso dell'intelligenza artificiale, dovranno essere in grado di gestire. Per un verso, dunque, l'assicuratore deve conformarsi al complesso delle prescrizioni antidiscriminatorie. Per l'altro, però, non può obliarsi che le compagnie, nel momento della valutazione del rischio – e della collocazione dei beneficiari nel proprio *risk pool* di riferimento – operano una selezione degli assicurati in base a determinate caratteristiche tra cui il genere, l'etnia, l'attuale e il pregresso quadro clinico, l'età ecc. E che se una simile scelta avviene sulla base di dati attuariali precisi, aggiornati e a disposizione del pubblico, difficilmente potranno essere sindacati l'aumento del premio o, perfino, la decisione di non fornire il servizio, se non economicamente conveniente<sup>33</sup>.

Pertanto, la sfida di coniugare il divieto di discriminazione con la logica sottostante al sistema produttivo – e distributivo – d'impresa deve essere affrontata dalle compagnie, anche e soprattutto laddove siano coinvolti sistemi di intelligenza artificiale che, perlopiù, processano dati provenienti da fonti non tradizionali<sup>34</sup>. Ciò quindi comporta che eventuali differenze di trattamento – dovute a un uso distorto del calcolo automatico e che si concretizzano nel mancato accesso all'assicurazione di taluni soggetti sulla base di proprie caratteristiche personali – siano obiettivamente giustificate, ossia supportate da una valutazione del rischio basata su fattori misurabili,

---

<sup>33</sup> Di questo avviso è cioè che, sulla scorta di precisi, obiettivi e trasparenti dati attuariali, le imprese possano decidere come e se erogare la prestazione assicurativa, si vedano V. DE LORENZI, *Contratto di assicurazione. Disciplina giuridica e analisi economica*, Padova, 2008, 171; D. V. CERINI, 2012, *(forse) anno della fine (non solo per i Maya)? L'imposizione della polizza unisex tra solidarietà sociale e principi della mutualità assicurativa*, in *Dir. ec. ass.*, 2011, II, 615. Si tratta di accogliere quell'indirizzo, particolarmente apprezzato oltreoceano, che vede nella valutazione dei fattori di rischio concreti, misurabili e attendibili, la base per la c.d. *fair discrimination* o *efficient discrimination*. A tal proposito si vedano i contributi di L. WORTHAM, *Insurance Classification: Too Important to Be Left to the Actuaries*, 19 *U. Mich. J. L. Ref.* (1986) 350; J. GAULDING, *Race, Sex, and Genetic Discrimination in Insurance: What's Fair*, 80 *Cornell L. Rev.* (1994) 1674 ss.

<sup>34</sup> Tale profilo è stato prontamente sottolineato nel Report di Eiopa, *Artificial intelligence governance*, 35, laddove il regolatore precisa «AI systems used to predict risks based on a single or limited number of unconventional rating factors also raise significant concerns from a fairness and non-discrimination perspective».

attendibili e legati con un solido nesso causale alla verifica del sinistro.

All'interno di tale cornice, perciò, il governo societario – con una specifica enfasi in capo alla funzione attuariale – deve ripensare la gestione d'impresa sana e prudente, attraverso rinnovati obblighi di condotta e la rimodulazione delle preesistenti discipline organizzative. Pur sempre con l'intento di preservare l'adeguata protezione degli aventi diritto alle prestazioni assicurative, garantita in particolare nei confronti dei soggetti più vulnerabili.

#### 4. Scoring *algoritmico automatizzato* e articolazioni della trasparenza nel settore assicurativo: l'obbligo di spiegabilità

Lo *scoring* assicurativo algoritmico richiede dunque un'adeguata gestione del dato tecnologico coinvolto lungo tutta la filiera produttiva, con specifico interesse riguardo ai momenti del *pricing* contrattuale e della sottoscrizione.

Nonostante la profilazione algoritmica della clientela affidata a modelli di intelligenza artificiale, anche complessi, costituisca un fenomeno che gradualmente si sta diffondendo nel settore delle assicurazioni private, l'ordinamento settoriale non ha ancora predisposto una risposta strutturale, come in termini normativi così lungo il versante della regolazione. Un tale *vulnus* non può che sollecitare l'adozione quanto meno di un progetto legislativo *ad hoc*, che consideri le specificità dell'attività assicurativa. In assenza perfino di un disegno di riforma specialistico, un supporto utile per riprogrammare il sistema degli obblighi di comportamento e organizzativi dell'assicuratore viene fornito dalle proposte di regolamento e direttiva del parlamento e del consiglio, approntate in materia di armonizzazione dell'intelligenza artificiale e di crediti al consumo. Le prescrizioni di entrambi i progetti riformatori forniscono infatti un primo necessario riscontro, in punto di regole e clausole generali, per correggere le distorsioni derivanti dall'uso dell'intelligenza artificiale. Esse verranno assunte, tenuto conto delle peculiarità del contesto assicurativo, come riferimento nella prospettiva della ricerca, volta a rendere il fattore tecnologico come elemento propulsore dell'inclusione finanziaria e, più generalmente, sociale.



Lo studio del punteggio assicurativo automatizzato, pertanto, necessita una precisazione in punto di metodo, in relazione ai principi coinvolti nello studio e che verranno adeguatamente sviluppati. Innanzitutto, con riferimento alla trasparenza, verrà privilegiata una lettura – accolta principalmente da una certa dottrina del bancario<sup>35</sup> – tesa a garantire non soltanto una piana comprensione del sottostante tecnologico da parte del consumatore. Ma che richiede la partecipazione della *governance* aziendale, direttamente coinvolta nella realizzazione e nel monitoraggio del prodotto assicurativo. Contestualmente, il canone dell’adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili d’impresa dovrà essere necessariamente aggiornato, per via della complessità del fenomeno tecnologico considerato. Che richiede poteri di intervento e monitoraggio interni e, allo stesso tempo, un dialogo continuo con gli *stakeholders* e l’autorità di vigilanza.

Nell’angolo visuale dell’arricchimento del concetto di trasparenza, un primo obiettivo regolatorio che emerge dalla lettura combinata delle fonti riformatrici europee consta nell’obbligo di spiegabilità a favore degli utenti<sup>36</sup>. Con particolare riguardo alla valutazione del merito creditizio, infatti, laddove sistemi di intelligenza artificiale ad alto rischio<sup>37</sup> comportino la profilazione o altro trattamento automatizzato

---

<sup>35</sup> A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria. Il paradigma dell’inerenza nella regolamentazione delle tecnologie emergenti*, Torino, 2020, 187-189, che rivaluta la trasparenza bancaria in ambito *Fintech* quale sintesi della spiegabilità del funzionamento algoritmico nei confronti del consumatore e della capacità di comprensione e successivo utilizzo del modello algoritmico da parte dell’impresa.

<sup>36</sup> Sul concetto di *explainability, ex multis*, S. WACHTER, B. MITTELSTADT, L. FLORIDI, *Why a Right of Explanation of Automated Decision-Making does not exist in the General Data Protection Regulation?*, in *Int’l Data Privacy L.*, 2017, 76 ss; A. SELBST, J. POWELS, *Meaningful Information and The Right of Explanation*, in *International Data Privacy Law*, 2017, 7, 233; P. HACKER, R. KRESTEL, S. GRUNDMANN, F. NAUMANN, *Explainable AI under contract and tort law: legal incentives and technical challenges*, in *Artificial Intelligence and the Law*, 2020, 28, 417.

<sup>37</sup> Per la definizione di sistemi di IA ad alto rischio si legga il punto 5 lett. b), Allegato III, della proposta di regolamento, che fa rientrare tra questi anche «i sistemi di IA destinati ad essere utilizzati per valutare l’affidabilità redditizia delle persone fisiche o per stabilire il loro merito di credito, a eccezione dei sistemi di IA messi in servizio per uso proprio da fornitori di piccole dimensioni»

di dati personali, gli Stati membri devono assicurare che il consumatore ottenga una spiegazione comprensibile del processo valutativo<sup>38</sup>, inclusi la logica e i rischi inerenti al trattamento automatizzato dei dati. La necessità di un rapporto trasparente con l'impresa che ha condotto l'elaborazione dei dati – o la ha esternalizzata – viene ribadita anche nella proposta di regolamento, allorché il funzionamento trasparente del sistema intelligente ad alto rischio deve permettere agli utenti di «interpretare l'*output* [...] e utilizzarlo adeguatamente»<sup>39</sup>. E in questo senso la proposta di direttiva, in particolare, pare ricalcare un vero e proprio *right to obtain a meaningful information* con riferimento alla valutazione effettuata e all'automazione del processo di calcolo, simile a quello previsto al capo III del Reg. (Ue) 2016/679<sup>40</sup>.

Nel solco d'indagine rappresentato dal regime assicurativo, l'accesso al funzionamento della logica algoritmica non può che essere accolto positivamente<sup>41</sup>. Attraverso il filtro dei doveri di comportamento imposti all'assicuratore di agire in modo onesto, imparziale e professionale<sup>42</sup>, nonché diligente e trasparente<sup>43</sup>. Con specifico interesse alla disciplina della trasparenza assicurativa, inoltre, l'accoglimento di un generale *explainability duty* coinvolgerebbe prima ancora che l'intermediario, tenuto ad arricchire i propri doveri informativi di natura precontrattuale, – previsti agli artt. 185-187 Cod. ass. priv. e dal Reg. Ivass 41/2018 – l'autorità di vigilanza. Che, a fronte di un simile accrescimento del perimetro delle regole di trasparenza,

---

<sup>38</sup> Cons. 48 e art. 18 par. 6 lett. b) proposta di direttiva relativa ai crediti al consumo.

<sup>39</sup> Art. 13 par. 1 proposta di regolamento.

<sup>40</sup> In part. artt. 12-15.

<sup>41</sup> La necessità di integrare la normativa settoriale delle assicurazioni con il dovere di spiegabilità emerge in P. MANES, *ult. op. cit.*, 483-484. Sull'impatto del *duty of explainability* nel settore assicurativo, si leggano le pagine del regolatore europeo, Eiopa, *Artificial intelligence governance principles: towards ethical and trustworthy artificial intelligence in the European insurance sector*, Luxembourg, 2021, 46, che ne sottolinea la rilevanza sia nei confronti della trasparenza al mercato (al regolatore, principalmente) che verso i consumatori.

<sup>42</sup> Art. 17 par. 1 Dir. 2016/97/Ue.

<sup>43</sup> Art. 183 co. 1 lett. a) Cod. ass. priv.

deve porre in essere il proprio potere regolamentare per fissare nuovi oneri comportamentali da osservare nei rapporti con i contraenti<sup>44</sup>.

Ciononostante, benché in via teorica tale obbligo di chiarificazione appaia apprezzabile, in pratica le difficoltà applicative non sono di poco rilievo. A causa della natura *black-box oriented* dei procedimenti automatizzati appare complicato esporre – e conseguentemente intendere – il contenuto dei meccanismi operativi<sup>45</sup>, financo nelle ipotesi di sistemi algoritmici in grado di descrivere autonomamente la logica che conduce agli *output* decisionali emessi dalla macchina (c.d. *explainable AI*). Anche in questa ipotesi, infatti, risulta difficile comprendere se un dato criterio abbia determinato un certo risultato o se, viceversa, il primo sia la diretta conseguenza del secondo<sup>46</sup>.

#### 4.1. (segue) *La sorveglianza o intervento umani*

Una veste ulteriore assunta dalla trasparenza in virtù della coesistenza tra disposizioni settoriali e fattore tecnologico si sostanzia nella sorveglianza umana sui sistemi di intelligenza artificiale. Nel disegno riformatore della proposta di regolamento, la *human oversight* si afferma in principio come un generale obbligo di controllo sul buon funzionamento del modello in uso, affinché si riducano al minimo i rischi per i diritti fondamentali<sup>47</sup>. Benché, in seguito, si concretizzi in prescrizioni più stringenti, riguardanti la capacità di interrompere eventuali disfunzioni o malfunzionamenti<sup>48</sup>. Quanto alla valutazione

---

<sup>44</sup> Il riferimento corre all'art. 183 co. 2 Cod. ass. priv. che stabilisce che « L'Ivass adotta, con regolamento, specifiche disposizioni relative alla determinazione delle regole di comportamento da osservare nei rapporti con i contraenti, in modo che l'attività si svolga con correttezza e con adeguatezza rispetto alle specifiche esigenze dei singoli».

<sup>45</sup> L. EDWARDS, M. VEALE, *Slave to the Algorithm? Why a "Right to Explanation" is Probably not the Remedy you Are Looking For*, 16 *Duke L. Tech. Rev* (2017) 19, 60; L. AMMANNATI, G. L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, II, 293.

<sup>46</sup> A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI, G. SCHNEIDER, *The European AI Act's Impact on Financial Markets: From Governance to Co-Regulation*, in *EBI Working Paper Series*, n. 138, 2023, 45-46.

<sup>47</sup> Art. 14 par. 1-2 e ancor prima cons. 48 della proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale.

<sup>48</sup> Ci si riferisce in particolare all'art. 14 par. 4 lett. e) in cui, tra le misure di sorveglianza, rientra anche la possibilità di «intervenire sul funzionamento del sistema

della meritevolezza del credito, invece, l'intervento umano è richiesto in ogni caso di trattamento automatizzato<sup>49</sup>, laddove il consumatore intenda riesaminare la decisione<sup>50</sup>.

Entrambe le accezioni riflettono la centralità di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati. Quello dell'adeguatezza è un criterio che proprio nella corretta gestione dei sistemi intelligenti si arricchisce di significati specifici. Nel senso che sia gli organi apicali, come l'insieme dei controlli interni, devono disporre delle competenze necessarie per impostare un'infrastruttura destinata al funzionamento dell'intelligenza artificiale, garantirne il costante monitoraggio e correggerne le disfunzionalità<sup>51</sup> – i.e. principalmente, evitare effetti discriminatori ed escludenti nella prestazione di servizi<sup>52</sup> –.

Con espresso riferimento poi alla catena produttiva assicurativa, il tema dell'intervento umano assume un senso ancor più incisivo, in quanto investe l'intero organigramma aziendale e, seppur con gradazioni diverse, tutte le fasi della produzione e della distribuzione. Lo *human oversight* determina innanzitutto un'accresciuta

---

di IA ad alto rischio o interrompere il sistema mediante il pulsante “arresto” o una procedura analoga».

<sup>49</sup> Considerando 48 proposta di direttiva sui crediti al consumo.

<sup>50</sup> Art. 18 par. 6 lett. a) proposta di direttiva sui crediti al consumo.

<sup>51</sup> L'adozione di assetti d'impresa adeguati risponde per vero proprio alla concezione dell'*human oversight* fornita dalla Commissione europea per mezzo dell'High-Level Expert Group on Artificial Intelligence, in *Ethic Guidelines for Trustworthy AI*, Brussels, 2019, 16, laddove specifica che «human oversight helps ensuring that an AI system does not undermine human autonomy or causes other adverse effects», suddividendo infine la *human oversight* in base a diverse tipologie di approccio (*human-in-the loop*; *human-on-the-loop*; *human-in-command*). Relativamente alla predisposizione di una robusta *governance* societaria necessaria ai fini della gestione dell'IA, si vedano F. PACILEO, “*Scelte d'impresa*” e doveri degli amministratori nell'impiego dell'intelligenza artificiale, in *Riv. dir. soc.*, 2022, III, 566; C. PICCIAU, *Intelligenza artificiale, scelte gestorie e organizzazione della società per azioni*, in *il Nuovo diritto delle società*, 2022, VII, 1273-1275; A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI, G. SCHNEIDER, *ult. op. cit.*, in part. 51, che individua l'*human oversight* quale diretta espressione di un robusto governo d'impresa.

<sup>52</sup> Eiopa, *Artificial intelligence governance principles*, 53-54 obiettivo che l'autorità di vigilanza ritiene fondamentale soprattutto nella fase di *pricing* e *underwriting*; Iais, *Iais Report on Fintech developments in the insurance sector*, December 2022, 17.

responsabilizzazione in capo agli amministratori<sup>53</sup>. Infatti, nell'adozione del *business model*, le scelte degli organi apicali devono conciliarsi con il corretto utilizzo dei sistemi automatizzati nell'esercizio dell'oggetto sociale. Più precisamente, l'amministrazione dell'impresa deve individuare i modelli di intelligenza artificiale per procedere allo *scoring* assicurativo, affidando il *product design* agli sviluppatori e, prima di giungere alla fase distributiva, il prodotto deve essere testato e validato dall'intervento umano<sup>54</sup>. Se poi la versione della sorveglianza umana sul funzionamento algoritmico è intesa nel significato previsto dalla proposta di direttiva sui crediti al consumo – cioè, consistente nel chiedere l'intervento dell'impresa per “riesaminare la decisione” art. 18 co. 6 lett. a) – la supervisione si sposta ben oltre la distribuzione e condiziona direttamente il regolamento contrattuale.

Sicché, le scelte adottate in sede amministrativa, anche con riferimento al funzionamento dei meccanismi sottostanti all'intelligenza artificiale, non possono che ispirarsi alla gestione sana e prudente dell'impresa. Che, per un verso, risponde direttamente – riprendendo letteralmente l'art. 3 cod. ass. priv. – allo «scopo principale» della vigilanza assicurativa, consistente nell'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto. Nonché all'agire in maniera corretta e trasparente nei confronti della clientela. E non potrebbe essere diversamente, a fronte di uno squilibrio contrattuale che, in questo caso, è per giunta amplificato dalla vicinanza degli organi d'impresa al profilo tecnologico. Per l'altro, nell'intento di adottare prezzi accurati attraverso il meccanismo algoritmico, tiene in debita considerazione la solidità patrimoniale dell'assicurazione. E, infine, la stabilità del sistema e dei mercati finanziari. Obiettivi che impongono un dialogo costante con le funzioni interne, specie con quella attuariale che deve dimostrare una comprensione sufficiente delle tecniche di intelligenza artificiale e valutarne i rischi, anche quelli di natura “etica”<sup>55</sup>.

---

<sup>53</sup> Benché con riferimento al settore bancario, espressamente in relazione al malfunzionamento dell'intelligenza artificiale nella valutazione del merito creditizio, punta l'attenzione sulla primaria responsabilità dell'organo amministrativo M. RABITTI, *Credit scoring*, 191.

<sup>54</sup> Eiopa, *Artificial intelligence governance principles*, 49-50.

<sup>55</sup> Eiopa, *Artificial intelligence governance principles*, 51.

Evidentemente, infine, gli obblighi di monitoraggio richiedono ulteriori sforzi e accrescono le responsabilità degli organi amministrativi, in caso di tecnologie esternalizzate. In questo caso, nell'esternalizzare quella che pare quanto meno una “funzione essenziale o importante”<sup>56</sup> l'impresa non solo deve intervenire per evitare gli effetti distorsivi della valutazione assicurativa algoritmica, in particolare quelli discriminatori. Ma garantire che «le modalità di esternalizzazione non compromettano i risultati finanziari e la stabilità dell'impresa e la continuità delle sue attività»<sup>57</sup>.

#### 4.2. (segue) *Governo dei dati e tenuta dei registri*

Nella prospettiva rivolta a consolidare la trasparenza verso il mercato e i consumatori, l'intermediario che produce e distribuisce il proprio servizio è tenuto a seguire un'ulteriore e duplice regola di condotta. Che, in verità, può e deve essere letta unitariamente e che contempla, da un lato, la predisposizione di un efficiente governo dei dati e, dall'altro, la conservazione delle registrazioni. Cioè la *record keeping* della documentazione relativa al processo di costruzione e funzionamento algoritmico alimentato dal dataset di riferimento a disposizione dell'impresa.

La centralità dei dati processati e il loro trattamento sta alla base di un tale obbligo che, ancor prima di essere previsto dalla proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale<sup>58</sup>, trova un primo ed essenziale

---

<sup>56</sup> La disciplina dell'esternalizzazione delle funzioni o attività essenziali e importanti è rinvenibile nel regolamento Ivass n. 38 del 31 luglio 2018, in particolare all'art. 62. Più generalmente tale regolamento, sulla scorta dell'art. 30-*septies* Cod. ass. priv. che fissa il regime di base dell'*outsourcing* assicurativo, disciplina l'esternalizzazione assicurativa al capo VIII (sezione II – disposizione in materia di esternalizzazione di funzioni o attività essenziali o importanti –, sezione III – accordi di esternalizzazione –, sezione IV – controlli dell'esternalizzazione – sezione V – obblighi di comunicazione all'Ivass –).

<sup>57</sup> Art. 62 co. 4 Reg. Ivass n. 38 del 31 luglio 2018.

<sup>58</sup> Si leggano in questo senso i considerando 43-45 della proposta di regolamento, soffermandosi in particolare sulla disposizione del considerando 44 che specifica «Un'elevata qualità dei dati è essenziale per le prestazioni di molti sistemi di IA, in particolare quando si utilizzano tecniche che prevedono l'addestramento di modelli, al fine di garantire che il sistema di IA ad alto rischio funzioni come previsto e in maniera sicura e che non diventi fonte di una discriminazione vietata dal diritto dell'Unione».

riscontro nel Reg. (Ue) 2016/679. Esso, nell'approntare i principi in tema di trattamento e qualità dei dati<sup>59</sup>, prescrive la tenuta di un registro in cui vengono conservate le informazioni relative al titolare del trattamento, le finalità, il tipo di dati analizzati e i soggetti interessati<sup>60</sup>.

Analogamente, nel contesto (ri)formando dell'intelligenza artificiale, i dati utilizzati nell'addestramento, convalida e prova dei modelli sono soggetti a specifiche pratiche di *governance* indicate all'art. 10 par. 2, che coinvolgono il momento della raccolta come quello della progettazione. Tramite un approccio preventivo al rischio di disfunzioni nel funzionamento dei modelli, le informazioni sono sottoposte a «un esame atto a valutare possibili distorsioni» così che eventuali lacune o carenze siano tempestivamente individuate e colmate<sup>61</sup>. Di conseguenza, la processazione dei dati e la successiva operatività dell'intelligenza artificiale devono essere documentati prima della messa in servizio del sistema intelligente<sup>62</sup> e, di seguito, registrati automaticamente<sup>63</sup>.

Il ruolo della *data governance* si rivela dunque centrale anche nell'industria assicurativa<sup>64</sup>, benché con le peculiarità che l'elaborazione informativa assume in questo settore. Nella tariffazione della polizza, infatti, talune informazioni risultano fondamentali per il calcolo del premio, purché siano assunte in modo lecito, corretto e trasparente nei confronti dell'interessato<sup>65</sup>. Ciò comporta, inoltre, che il

---

<sup>59</sup> Art. 5 Reg. (Ue) 2016/679.

<sup>60</sup> Art. 30 Reg. (Ue) 2016/679.

<sup>61</sup> Art. 10 par. 2, proposta di regolamento.

<sup>62</sup> Art. 11, proposta di regolamento.

<sup>63</sup> Art. 12, proposta di regolamento.

<sup>64</sup> In particolare, sull'impatto del Reg. (Ue) 2016/679 sulla disciplina assicurativa, in termini generali, si vedano C. NAPOLI, *Nuovo Regolamento sulla protezione dei dati: impatti organizzativi e gestionali dal punto di vista di una compagnia di assicurazione*, in *Ass.*, 2019, I, 9 ss.; V. CHATZARA, *The Interplay Between GDPR and the IDD*, in *Insurance Distribution Directive. A Legal Analysis*, P. MARANO, K. NOUSSIA (eds.), Cham, 2021, 255 ss.

<sup>65</sup> Ex art. 5 par. 1 lett. a) Reg. (Ue) 2016/679. Un punto di attrito con la disciplina del GDPR si riscontra con riferimento al consenso dell'interessato, ex art. 6 co. 1 lett. a) Reg. (Ue) 2016/679. Il problema sembra porsi per l'accesso a dati che per certi contratti sono necessari, si pensi ai dati sanitari per polizze sulla vita, infortuni o malattia. L'art 9 co. 2 lett. a) sembra consentire il trattamento dei dati relativi alla salute, ma il considerando 54 esclude le assicurazioni dall'elaborazione di simili informazioni. Sul tema dell'accesso ai dati personali da parte degli assicuratori, R.

trattamento sia condotto coerentemente con le finalità dell'assunzione dei dati e che questi siano adeguati, pertinenti allo scopo per cui sono stati processati ed esatti. Cioè, che se inconferenti con le finalità dell'elaborazione, debbano essere rettificati<sup>66</sup>.

Le indicazioni provenienti dal contesto europeo positivo e riformando impongono infine una riflessione necessitata in materia di *record keeping*, che coinvolge anche gli intermediari assicurativi. Essi infatti dovranno disporre di misure tecniche organizzative adeguate alla conservazione dei dati e delle procedure operative dell'intelligenza artificiale che, per vero, vanno ad aggiungersi a preesistenti obblighi di conservazione. Relativi alla tenuta dei registri degli attivi per le riserve tecniche (art. 42 Cod. ass. priv., artt. 18 e 36 Reg. Isvap 27/2008) e dei registri su cui vengono annotate le operazioni contrattuali poste in essere dall'assicuratore (art. 102 Cod. ass. priv., art. 4 Reg. Isvap 27/2008).

In questo modo, grazie alla custodia della documentazione tecnica prevista dalla proposta di regolamento e dalla normativa settoriale, l'afflato di trasparenza sospinto dalla riforma europea potrebbe così realizzarsi anche nel contesto delle assicurazioni<sup>67</sup>. E concretizzarsi nell'esigenza di rendere trasparenti i comportamenti degli operatori, sia nei confronti dei consumatori che del mercato. Da un lato garantendo agli assicurati di conoscere i dati processati e le modalità di funzionamento del sottostante tecnologico, nonché la concretizzazione degli *output* in sede contrattuale. Dall'altro, facilitando il compito di supervisione e di intervento del regolatore.

---

MANCINI, A. TORINI, *L'Intelligenza Artificiale nella finanza e nelle assicurazioni*, U. Ruffolo (a cura di) in *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, 2020, Milano, 619; M. RENNA, *Violazione dei dati personali, sicurezza del trattamento e protezione dei rischi*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2020, fasc., II, 197, 215.

<sup>66</sup> Art. 5 par. 1, lett. d) Reg. (Ue) 2016/679. La rettifica dei dati, con particolare enfasi su quelli assunti attraverso fonti alternative come l'IoT, viene considerato un passaggio importante per il corretto funzionamento dei sistemi algoritmici da Eiopa, *Artificial intelligence governance principles*, in part. 58.

<sup>67</sup> A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI, G. SCHNEIDER, *ult. op. cit.*, 42-43.



### 5. Sistemi di scoring assicurativo e prospettive di regolazione: spunti dalla proposta di regolamento sull'intelligenza artificiale

L'estensione al comparto delle assicurazioni private di strumenti di predizione automatizzati, ha aperto un ulteriore spazio critico nel dibattito sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale, relativo alla regolazione dello *scoring* assicurativo. Parte, invero, di un confronto relativo al più esteso fenomeno regolatorio dei mercati tecnologizzati<sup>68</sup>.

Un'esigenza primaria per gli operatori del mercato e gli *stakeholders* consta infatti nel sapere innanzitutto quale sia l'autorità competente a regolare l'utilizzo di sistemi automatizzati e a esercitare i propri poteri sanzionatori, informativi e normativi. In seconda battuta, affinché una specifica articolazione del dato tecnologico – la profilazione automatizzata dei clienti – sia governata in termini efficienti, un punto di particolare interesse riguarda le tecniche di regolazione. Che per un certo verso si dimostrano ancora *in fieri*, vista la loro collocazione in una proposta di atto normativo, ma che lasciano trasparire una precisa linea politica da parte delle istituzioni europee. In base a tali premesse di senso e di metodo, dunque, si potrà tentare di formulare una soluzione acconcia alla supervisione in ambito assicurativo. Senza però dimenticare che la risposta in punto di regolazione attualmente è rimessa esclusivamente alla proposta della Consiglio e del Parlamento e pertanto si è di fronte a un disegno normativo – e regolatorio – di portata generale. Nel senso che lo strumentario approntato dalla

---

<sup>68</sup> Su cui si vedano S. LARSSON, *AI in the EU: Ethical Guidelines in Governance Tool*, in *The European Union and Technology Shift. Interdisciplinary European Studies*, A. BAKARDJEVA, K. LEIJON, A. MICHALSKI, L. OXELHEIM (eds.), Cham, 2021, 85 ss.; M. EBERS, *Standardizing AI: The Case of the European Commission's Proposal for an Artificial Intelligence Act*, in *The Cambridge Handbook of Artificial Intelligence: Global Perspectives on Law and Ethics*, L. DI MATTEO, C. PONCIBÒ, M. CANNARSA (eds.) Cambridge, 2022, 333-336; A. MANTELERO, *Beyond Data. Human Rights, Ethical and Social Impact Assessment in AI*, Berlin, 2022, 139, 159-173. Per un'attenta disamina attraverso la prospettiva della dottrina interna, si ponga attenzione ai contributi di C. CASONATO, B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento dell'unione Europea in materia di intelligenza artificiale*, in *Riv. Biodiritto*, 2021, III, 430-43; L. AMMANNATI, F. COSTANTINO, *Intelligenza artificiale e regolazione dei mercati digitali. Modelli di regolazione e dei regolatori*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione? Diritti fondamentali, dati personali e regolazione*, I, A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (a cura di), Bologna, 2022, 547 ss.

proposta sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale prende spunto da un dato di fatto, comune all'intero diritto dei mercati regolati: nei vari comparti in cui si compone, infatti, i modelli automatizzati di calcolo sono largamente diffusi e – il caso degli *scoring* bancario e assicurativo ne sono concreto esempio – parte strutturale integrante di fasi produttive indispensabili per realizzare l'oggetto sociale dei *players* del mercato. Tali considerazioni conducono ad approfondire la prima questione, relativa all'esercizio della vigilanza.

Un primo scenario che potrebbe schiudersi a fronte della capillare diffusione dell'elemento tecnologico, attribuisce le funzioni di supervisione ad una nuova autorità, operante in ambito finanziario. Che accentrerebbe le competenze ed eserciterebbe i relativi poteri nei confronti di un'ampia gamma di operatori. Di contro, moltiplicherebbe le fonti della vigilanza e la “dispersione” delle procedure amministrative.

La seconda opzione, invece, affida la vigilanza alle singole autorità di settore. Si tratta di un'ipotesi più efficiente in punto di costi e di capacità di intervento settoriale da parte delle singole autorità. Ma, allo stesso tempo, richiede un'accresciuta consapevolezza in termini di conoscenze tecniche da parte delle *authorities*, nonché una necessaria capacità di coordinamento tra le stesse. Tale opzione non può che coinvolgere, a livello europeo e interno, anche le autorità assicurative, come emerge dall'approccio prescelto dall'impulso riformatore eurounitario. Dalla lettura – o meglio, dall'interpretazione – del *proposal* in materia di intelligenza artificiale, sembra scorgersi un programma di *regulation* suddiviso per settori<sup>69</sup>. La proposta di regolamento infatti sancisce che ciascuno Stato membro «designa un'autorità nazionale di controllo tra le autorità nazionali competenti» e che l'autorità nazionale di controllo agisce in qualità di «autorità di notifica e di autorità di vigilanza del mercato»<sup>70</sup>. Una chiara virata verso un'impostazione regolatoria per settori si intravede poi laddove – al cons. 80 della proposta – Parlamento e Consiglio affidano espressamente alle autorità responsabili del controllo e dell'applicazione della normativa in materia di servizi finanziari, le

---

<sup>69</sup> Chiaramente L. AMMANNATI, F. COSTANTINO, *ult. op. cit.*, 584-585, specificano che «[...] gli Stati membri non sono vincolati a creare *ex novo* autorità di regolazione specializzate».

<sup>70</sup> Art. 59 par. 2, proposta di regolamento.

funzioni di vigilanza rispetto all'uso di sistemi intelligenti forniti o utilizzati da istituti finanziari regolamentati. Sicché pare logico e coerente con la lettera della proposta ripartire i compiti della vigilanza tra i regolatori competenti in base ai soggetti – assicurazioni, banche, società di investimento – coinvolti nell'utilizzo o nella fornitura di sistemi ad alto rischio.

Tale seconda ipotesi andrebbe per vero calibrata a seconda dell'approccio regolatorio prescelto. Per un verso, infatti, è possibile concentrare in capo a un unico regolatore la supervisione prudenziale e la protezione della clientela, sulla base del c.d. *single regulator model*<sup>71</sup>. Per l'altro, diversamente, simili obiettivi sistemici potrebbero essere rimessi alla competenza di due distinte autorità di vigilanza, pur sempre operanti nel medesimo mercato regolato. Una soluzione, quest'ultima, che sembra attagliarsi più facilmente a quegli ordinamenti che già sperimentano una regolazione finanziaria basata sul *twin peaks model*<sup>72</sup>. E che, nel caso della profilatura automatizzata della clientela, consente a un *authority* specificamente designata di sorvegliare sul rispetto dei

---

<sup>71</sup> Quel modello di regolazione che accentra, appunto, i poteri di controllo sull'adeguatezza dei requisiti patrimoniali, sui degli esponenti aziendali, sul regime dell'autorizzazione e anche sul rispetto delle regole di condotta degli intermediari in capo ad un'unica autorità, in dipendenza del settore regolato di riferimento. Per una visione completa del *single regulator model* viene approfondito, *ex multis*, da E. FERRAN, *Examining the United Kingdom's Experience in Adopting the Single Financial Regulator Model*, 28 *Brook, J. Int'l L.* (2003) 257; D. T. LLEWELLYN, *Institutional Structure of Financial Regulation and Supervision: The Basic Issues*, J. Carmichael, in *Aligning Financial Supervisory Structures with Country Needs*, A. FLEMING, D. LLEWELLYN (eds.), Washington, 2004, 53-54.

<sup>72</sup> Sul modello *twin peaks* o *two pillars* nella regolazione, più in generale, dei mercati finanziari, diffuso in alcuni ordinamenti unionali – si pensi al Belgio e all'Olanda – e non – tra tutti, l'esempio più significativo è quello del sistema finanziario inglese – si possono leggere i contributi di M. TAYLOR, *The Road from Twin Peaks and the Way Back*, 16 *Conn. Ins. L. J.* (2009) 61; ID. *Regulatory reform after financial crisis: Twin Peaks revisited*, in *Institutional Structure of Financial Regulation. Theories and international experiences*, R. HUI HUANG, D. SCHOENMAKER (eds.), Milton Park-New York, 2014, 9 ss.; J. BLACK, *Regulatory Styles and Supervisory Strategies*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (eds.), Oxford, 2015, 234 ss.; A. GOLDWIN, T. HOWSE, I. RAMSAY, *A jurisdictional comparison of the the twin peaks model of financial regulation*, *J. Bank. Reg.* 18, 2016, 105 ss.; A. GOLDWIN, S. KOURBAS, I. RAMSAY, *Twin Peaks and Financial Regulation: The Challenges of Increasing Regulatory Overlap and Expanding Responsibilities*, 49 *Int'l L.* (2016) 273.

nuovi obblighi di condotta scaturenti dall'applicazione del calcolo algoritmico e di sanzionarne dunque l'eventuale violazione.

Un ultimo passaggio, infine, deve essere compiuto per completare il quadro di una *supervision* trasversale e plurisettoriale. E riguarda le tecniche di regolazione che nell'implementazione di sistemi di *scoring* sembrano più efficienti. O meglio, che consentono di governare – con primi e sperimentali tentativi – in maniera più flessibile un fenomeno economico e tecnologico complesso. In questo senso il riformatore europeo ha accolto un'impostazione “mista”, composta in parte da un intervento regolatorio diretto<sup>73</sup>, in parte da modalità di regolazione ibride. Che cioè comportano l'interazione tra privati e potere pubblico. In sostanza, le imprese possono dotarsi di *standards*, procedimenti interni, modelli organizzativi – in questo caso relative alla formulazione di sistemi di intelligenza artificiale da utilizzare poi nella prestazione del servizio finanziario, bancario o assicurativo – che si impegnano internamente a rispettare (c.d. *self-regulation*<sup>74</sup>). Tali regole proprie sono ancor prima prescritte in sede normativa, successivamente valutate – generalmente da un'autorità di vigilanza – e, se efficienti, infine accolte.

---

<sup>73</sup> Un potere di intervento che in alcuni casi incide direttamente sul prodotto-contratto finale. Ai sensi dell'art. 65 par. 2 infatti, in caso di rischio per la salute, la sicurezza o per la tutela dei diritti fondamentali «Qualora l'autorità di vigilanza e del mercato di uno Stato membro abbia motivi sufficienti per ritenere che un sistema di IA presenti un rischio cui al paragrafo essa effettua una valutazione del sistema di IA», ma una vera e propria forma di *product intervention* si rinviene nel par. 5 per cui « Qualora l'operatore di un sistema di IA non adotti misure correttive adeguate nel periodo di cui al paragrafo 2, l'autorità di vigilanza del mercato adotta tutte le misure provvisorie del caso per vietare o limitare la messa a disposizione del sistema di IA sul mercato nazionale, per ritirare il prodotto dal mercato o per richiamarlo. Tale autorità informa senza ritardo la Commissione e gli altri Stati membri di tale misure».

<sup>74</sup> Per una migliore comprensione del concetto di *self-regulation*, si rinvia a R.BAGGOTT, L. HARRISON, *The Politics of Self-Regulation*, 14 *Policy and Politics* (1986) 143; P. BIRKINSHAW, N. LEWIS, *Government by the Moonlight: The Hybrid Part of the State*, London, 1990, 3 J. BLACK, *Constitutionalising Self-Regulation*, 59 *Modern L. Rev* (1996) 26-29. Con una specifica attenzione in merito all'autoregolazione nei mercati finanziari, M. RAMAJOLI, *Self-regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Riv. reg. merc.*, 2016, II, 54.

In questi termini, dunque, il legislatore ha sospinto delle vere e proprie forme di *co-regulation*<sup>75</sup>, concretizzatesi nel testo della proposta attraverso l'adozione di *technical standards*<sup>76</sup>, codici di condotta<sup>77</sup> e la predisposizione di spazi di sperimentazione normativa (*regulatory sandboxes*)<sup>78</sup>.

Non può che auspicarsi perciò che anche nel mercato assicurativo venga accolta una simile tendenza regolatoria, volta a un proficuo dialogo tra operatori privati e autorità amministrative indipendenti. D'altronde l'approccio partecipativo del regolatore pubblico nel mercato ha mostrato il suo lato migliore proprio nel contesto dei mercati digitali, altamente complessi e costantemente in mutamento<sup>79</sup>.

Se l'interazione tra pubblico e privato rappresenta uno strumento efficiente di governo delle dinamiche tecnologiche del mercato, una precisazione conclusiva merita di essere fatta in relazione al potere dell'autorità di vigilanza. In particolare, con riferimento all'indirizzo regolatorio sospinto da una certa dottrina<sup>80</sup>, che predilige una visione *risk-oriented* nella gestione tecnologica. Cioè che comporti un controllo *ex ante* – mediante la conformazione ai requisiti normativi – ed *ex post*, attraverso adeguati meccanismi di vigilanza. Ciò per via del rischio che deriva dall'utilizzo dei sistemi di intelligenza artificiale, incidente in

---

<sup>75</sup> I. AYRES, J. BRAITHWAITE, *Responsive Regulation*, Oxford University Press, 1992, 103; L. SENDEN, *Soft Law, Self-Regulation and Co-Regulation in European Law: Where Do They Meet?*, in *El. J. Comp. L.* 2005, IX, *passim*. Ne analizza la portata con riferimento alla dinamica di funzionamento delle piattaforme digitali F. BASSAN, *Le piattaforme digitali tra co-regolazione, concorrenza e codificazione di diritto uniforme*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, R. LENER, G. LUCHENA, C. ROBUSTELLA (a cura di), Torino, 2019, 172.

<sup>76</sup> Artt. 40-43, proposta di regolamento.

<sup>77</sup> Art. 69, proposta di regolamento.

<sup>78</sup> Art. 53, proposta di regolamento.

<sup>79</sup> Con riferimento al tema della (co-)regolazione dei fenomeni tecnologici e dei vantaggi ad essa connessa derivanti dall'interscambio tra privato e pubblico, si vedano D. HIRSCH, *The Law and Policy of Online Privacy: Regulation, Self-Regulation or Co-Regulation*, 34 *Seattle U. L. Rev.* (2011) 439; I. KAMARA, *Co-Regulation in EU personal data protection: the case of technical standards and the privacy by design standardisation "mandate"*, in *Eu. J. Law and Tech.*, 2017, I, 1 ss.

<sup>80</sup> M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La proposta di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Padova, 2021, 491.

ultimo sulle libertà e i diritti fondamentali dei consumatori finali. E che, per via della loro inclusione in prodotti o servizi distribuiti su larga scala, potrebbe avere delle preoccupanti ripercussioni di natura sistemica.

6. *Rilievi conclusivi: quali prospettive riformatrici per lo scoring assicurativo in un settore (ancora) deregolato?*

Quanto si è fin qui detto consente di svolgere alcune considerazioni finali, benché non del tutto conclusive, in parte perché l'affermazione – e con essa le problematiche di ordine giuridico che essa comporta – dei sistemi di calcolo algoritmico affidati all'intelligenza artificiale rappresenta un fenomeno di recente emersione. In parte perché simili implicazioni di carattere tecnologico non sono ancora state adeguatamente regolate con riferimento al mercato delle assicurazioni. Quando, di contro e seppur ancora in forma di progetto riformatore della normativa europea, nel settore bancario la proposta in materia di crediti al consumo accredita centrale importanza alla valutazione del merito creditizio e, prima ancora, all'integrità e alla necessaria conoscibilità dei meccanismi di intelligenza artificiale che la rendono possibile. E anche la proposta di regolamento, seppur non appositamente calibrata per la regolamentazione del fenomeno tecnologico nel settore finanziario, per certi versi, mostra una certa sensibilità verso l'adozione degli strumenti funzionanti grazie all'intelligenza artificiale e i risvolti su servizi e attività di investimento<sup>81</sup>. Contestualmente, però, non va neppure scordato che il Consiglio, con un emendamento al testo originario della proposta, ha inteso inglobare nei sistemi ad alto rischio anche gli strumenti di profilazione automatizzati necessari a fissare il prezzo della polizza e attuare la politica di sottoscrizione<sup>82</sup>.

---

<sup>81</sup> Vedi *supra*, p. 14.

<sup>82</sup> Si tratta del documento presentato dal consiglio intitolato *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council laying down harmonised rules on artificial intelligence (Artificial Intelligence Act) and amending certain Union legislative acts - Presidency compromise text*, Brussels november 2021, laddove viene integrato l'art. 5 attraverso l'inserimento della lett. d) che con riferimento ai sistemi ad alto rischio contempla anche «AI systems intended to be used for insurance premium setting, underwritings and claims assessments».

Ciò per vero non può stupire gli operatori di settore che si affidano alla profilazione assicurativa operante grazie a sistemi complessi soprattutto nelle fasi precedenti alla distribuzione. Ma oramai anche le autorità europee non possono più trascurare l'incidenza di simili sistemi nel comparto delle assicurazioni, consistente in opportunità di crescita, in relazione ai prodotti offerti alla clientela come pure allo sviluppo di nuovi modelli di *business*.

Al contempo le criticità non mancano e coinvolgono principalmente i rischi derivanti dai *bias* del funzionamento algoritmico. Questi comportano direttamente l'esclusione dal servizio, determinando in successione la mancata realizzazione dei diritti fondamentali collegati alla fruizione del prodotto assicurativo, connessi alla tutela della dignità della persona. La diffusione costante dello *scoring* assicurativo potrebbe aumentare inoltre il rischio di estromettere dalle prestazioni assicurative quei soggetti che per condizioni personali – appartenenza a una minoranza etnica, anziani, soggetti afflitti da malattie ereditarie – o economico-sociali – stato di sovraindebitamento, basso livello di istruzione – non hanno frequenti occasioni di iterazione sociale, tantomeno dispongono di competenze digitali di base (c.d. *intersectional vulnerability*)<sup>83</sup>. Conseguentemente, il calcolo sottostante al funzionamento automatizzato del punteggio assicurativo necessita di essere “istruito” tenendo in considerazione anche tali vulnerabilità. In questo senso la consapevolezza da parte dei programmatori e delle compagnie delle condizioni di disparità tra i consumatori potrebbe condurre all'elaborazione di modelli socialmente sostenibili. In concreto, che consentano, infine, di immettere sul mercato prodotti accessibili a una platea più vasta di clienti, comprensiva anche dei più deboli. Si realizzerebbe dunque l'obiettivo di una compiuta inclusione finanziaria – e dunque sociale – e l'applicazione consapevole dell'intelligenza artificiale potrebbe financo consentire il raggiungimento dell'obiettivo “*social*” sospinto dalla tassonomia europea<sup>84</sup>.

Per le ragioni fin qui affrontate, l'avvento riformatore appare dunque più che necessitato anche nel comparto assicurativo. I presidi a tutela

---

<sup>83</sup> Fenomeno approfondito nelle pagine di Eiopa, *Artificial intelligence governance principles* 25-27.

<sup>84</sup> D. CAPONE, *ult. op. cit.*, 23.

degli assicurati, in questo senso, sono in parte comuni a tutti i settori che contemplano l'utilizzo dell'intelligenza artificiale e, ancor prima, di determinate informazioni: garanzia della qualità dei dati e trattamento conforme alla normativa di riferimento in primo luogo. Ulteriormente, un eventuale disegno normativo deve insistere soprattutto su quei profili che più di altri risentono delle implicazioni giuridiche ed etiche dell'intelligenza artificiale. Ciò richiede un rafforzamento dei presidi d'impresa e che gli amministratori, nell'elaborare la politica di produzione e distribuzione, debbano essere consapevoli delle conseguenze legate alla diffusione dell'elemento tecnologico. Di conseguenza, le funzioni interne devono essere preparate a gestire gli aspetti problematici che ne derivano, assistiti in questa fase da figure specializzate, utili a guidare la transizione digitale e a ridurre i rischi originati dai processi di *scoring*. Insieme al rafforzamento degli assetti adeguati dell'intermediario, quest'ultimo deve irrobustire gli obblighi di comportamento, in particolare quelli informativi. Che ampliano evidentemente la loro accezione nel sistema dei mercati tecnologicamente avanzati: l'assicuratore cioè dovrà integrare le informazioni precontrattuali e, casomai, fornire un servizio di consulenza assicurativa *ad hoc*. O, meglio ancora, di assistenza *pre* e *post* contrattuale a favore dei consumatori, determinato dalle particolarità tecniche legate all'assunzione e all'elaborazione automatica dei dati e, infine, dall'*output* che ne deriva.



## **Regolare la transizione digitale dei servizi pubblici locali di rilevanza economica: prospettive e sfide\***

**SOMMARIO:** 1. Per cominciare: come si norma un processo di transizione digitale? – 2. Prime forme di regolazione della transizione digitale del servizio pubblico locale di rilevanza economica. – 2.1. La distribuzione dell’energia. – 2.2. Il trasporto pubblico locale. – 2.3. Il servizio idrico. – 2.4. La raccolta dei rifiuti. – 3. Prospettive di regolazione nel contesto nazionale. – 3.1. Regolare la transizione digitale per favorire la coesione sociale e l’inclusione... – 3.2. – ...e per “personalizzare” l’offerta del servizio pubblico locale. – 4. Verso un nuovo ordinamento giuridico dei servizi pubblici locali “digitali”?

### *1. Per cominciare: come si norma un processo di transizione digitale?*

La transizione digitale dell’economia, obiettivo trasversale fissato, insieme a quello della transizione ecologica<sup>1</sup>, dal decisore europeo<sup>2</sup>, si appresta a divenire un fenomeno diffuso. Essa ha determinato un profondo mutamento delle attuali regole giuridiche: come è stato opportunamente osservato, la transizione digitale (insieme a quella *green*) è da «intendersi come pratica esperienziale e politica; nell’intervenire ad avviare e sostenere la trasformazione, il diritto si fonde con la politica: è eventuale perché disegna il mondo che vorrebbe»<sup>3</sup>.

La transizione digitale riguarda oggi indubbiamente molti settori nell’ambito di attività connotate da interesse pubblico, ispirandone la relativa regolazione: si pensi, a titolo meramente esemplificativo, ai

---

\* *Le opinioni espresse nel presente lavoro sono attribuibili esclusivamente all’autrice e non impegnano l’Istituzione di appartenenza.*

<sup>1</sup> Per un’analisi giuridica delle transizioni economiche in atto – quella digitale e verde – si rinvia ai contributi contenuti in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2022.

<sup>2</sup> Cfr. per tutti il Reg. UE 241/2021 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 12 febbraio 2021, che istituisce il dispositivo per la ripresa e resilienza.

<sup>3</sup> M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale. Regolazione di adattamento a un’economia sostenibile*, in *Analisi giur. econ.*, 2022, 1, 60.

mercati finanziari<sup>4</sup> oppure alla tutela del consumatore<sup>5</sup>. Nel presente contributo, si è scelto di analizzare la possibile risposta del diritto alla transizione digitale<sup>6</sup> dei servizi pubblici locali di rilevanza economica.

Le motivazioni sono diverse. In primo luogo, l'attenzione per la dimensione "locale" da parte degli studiosi del diritto dell'economia appare crescente soprattutto negli ultimi anni, anche alla luce dei processi di "rimunicipalizzazione" che hanno interessato altri ordinamenti<sup>7</sup>. Nel contesto europeo, il "ritorno alla dimensione locale", spesso negletta o travolta da questi mutamenti, è, ad esempio, ben evidenziato nel nuovo *Bauhaus europeo*, in cui proprio le città divengono protagoniste di questo processo, grazie alla transizione digitale – considerata cruciale – e alla transizione verde<sup>8</sup>. In secondo luogo, siffatti servizi, interessati da una recentissima riforma normativa<sup>9</sup>, costituiscono una delle attività "economiche" più

---

<sup>4</sup> Cfr. l'analisi di M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *La Proposta di Regolamento Europeo sull'Intelligenza Artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 469 ss.

<sup>5</sup> Relativamente a questo profilo, il legislatore europeo ha adottato il Regolamento "Legge sui servizi digitali" (*Digital Services Act*) nel 2022: Reg. 2022/2065/UE del Parlamento e del Consiglio del 19 ottobre 2022, che modifica la dir. 2000/31/CE. In questa sede, non ci si sofferma sui contenuti del Regolamento. Ci si limita a sottolineare che la nuova normativa muove dal seguente presupposto: «Per conseguire l'obiettivo di garantire un ambiente online sicuro, prevedibile e affidabile [...] il concetto di «contenuto illegale» dovrebbe rispecchiare ampiamente le norme vigenti nell'ambiente offline» (considerando n. 12). Per un'analisi, con riferimento specifico alla tutela del consumatore, si veda C. CAUFFMAN, C. GOANTA, *A New Order: The Digital Services Act and Consumer Protection*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2021, XII, 4, 758 ss.

<sup>6</sup> Sulle implicazioni del complesso rapporto tra diritto, economia e intelligenza artificiale, si veda di recente, per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. econ., Suppl. n. 3*, 2021, 4 ss.

<sup>7</sup> Per un'analisi di alcune esperienze di "rimunicipalizzazione" europee e d'oltreoceano, con riferimento al mercato energetico, si rinvia a T. FAVARO, *Regolare la transizione energetica: Stato, mercato, innovazione*, Padova, 2020, spec., 147-154.

<sup>8</sup> Il "Nuovo Bauhaus europeo" può definirsi come l'insieme di iniziative che «apporta[no] una dimensione culturale e creativa al *Green Deal* europeo per promuovere l'innovazione, la tecnologia e l'economia sostenibili» (Comunicazione *Nuovo Bauhaus europeo. Bello, sostenibile, insieme*, 15.9.2021 COM(2021) 573 final).

<sup>9</sup> Il riferimento è al d.lgs. 23 dicembre 2022 n. 201. Per un primo commento alla riforma, si rinvia a G. BRUZZONE, R. CHIEPPA, A. MOLITERNI (a cura di), *La riforma*

rappresentative della dimensione locale, dal momento che sono istituiti proprio per soddisfare alcuni bisogni della collettività<sup>10</sup>. In terzo luogo, ragionando in una prospettiva più ampia, non può non menzionarsi il tentativo di regolamentare l'intelligenza artificiale a livello europeo, come testimonia la proposta di Regolamento europeo "Legge sull'intelligenza artificiale" (*Artificial Intelligence Act*), ispirata ad un approccio di tipo *risk based*<sup>11</sup>.

---

*dei servizi pubblici locali*, Milano, 2023. In questa sede, ci si limita a rilevare che il tema dei servizi pubblici locali è stato tradizionalmente oggetto di riflessione da parte di copiosissima dottrina. Per un'analisi sistematica delle numerose problematiche che affliggevano il settore precedentemente della riforma, oltre ai contributi menzionati nell'ambito del presente lavoro, si vedano almeno M. PASSALACQUA (a cura di), *Il «disordine» dei servizi pubblici locali. Dalla promozione del mercato ai vincoli di finanza pubblica*, Torino, 2015; G. DI GASPARE, *Servizi pubblici locali in trasformazione*, Padova, II, 2010; G. NAPOLITANO, *Regole e mercato nei servizi pubblici*, Bologna, 2005.

<sup>10</sup> Si veda, in tema, la definizione offerta da M. DUGATO, voce «*Servizi pubblici locali*», in *Enciclopedia del Diritto. Funzioni amministrative*, Milano, 2022, 1086 ss. Sul punto, si può richiamare anche lo stesso d.lgs. n. 201/2022, che definisce i «servizi di interesse economico generale di livello locale» (anche denominati «servizi pubblici locali di rilevanza economica») come «*i servizi erogati o suscettibili di essere erogati dietro corrispettivo economico su un mercato, che non sarebbero svolti senza un intervento pubblico o sarebbero svolti a condizioni differenti in termini di accessibilità fisica ed economica, continuità, non discriminazione, qualità e sicurezza, che sono previsti dalla legge o che gli enti locali, nell'ambito delle proprie competenze, ritengono necessari per assicurare la soddisfazione dei bisogni delle comunità locali, così da garantire l'omogeneità dello sviluppo e la coesione sociale*» (art. 2, comma 1, lett. c), d.lgs. n. 201/2022) (enfasi aggiunta).

<sup>11</sup> Proposta di *Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (legge sull'intelligenza artificiale) e modifica alcuni atti legislativi dell'Unione*, 21 aprile 2021, Com/2021/206 final, versione approvata dal Parlamento europeo in data 14 giugno 2023. Limitandosi in questa sede a pochi cenni, la proposta offre una classificazione dei sistemi di intelligenza artificiale in base al loro livello di rischio; a quest'ultimo corrisponde un determinato regime giuridico. I sistemi in questione sono stati classificati come segue: *i*) a rischio inaccettabile e, pertanto, vietati (art. 5); *ii*) ad alto rischio, con l'obbligo per il fornitore del sistema di predisporre opportune garanzie (artt. 6; artt. 9-22), *iii*) a rischio basso, per cui si impone che i sistemi rispettino un requisito di trasparenza (art. 52); *iv*) a rischio minimo. Si può altresì osservare che nel testo approvato dal Parlamento europeo sono stati introdotti dei principi che devono applicarsi a tutti i sistemi di intelligenza artificiale, a prescindere dal rischio. Essi sono "intervento e sorveglianza umana", "robustezza tecnica e sicurezza", "vita privata e governance dei dati", "trasparenza", "diversità, non discriminazione ed equità", "benessere sociale e

Tenendo a mente queste considerazioni, si può rilevare come il fenomeno della transizione digitale in tale contesto assuma diverse declinazioni.

Proprio per questo motivo, appare centrale interrogarsi sul ruolo della regolazione<sup>12</sup>. Come si «norma un processo di transizione»<sup>13</sup> digitale? Quali bisogni deve soddisfare? Di quali parametri di valutazione del servizio, oltre all'efficienza, deve tener conto il regolatore?

Questi sono i primi interrogativi che orientano il presente contributo, strutturato come segue. Dopo aver analizzato alcune forme di regolazione della transizione digitale dei servizi pubblici locali di rilevanza economica, suddivisi per tipologia, anche facendo riferimento a talune esperienze europee (par. 2), si evidenziano le prime prospettive offerte dalla digitalizzazione in termini di perseguimento di obiettivi

---

ambientale” (art. 4-bis). La proposta e le sue implicazioni giuridiche sono state oggetto di analisi da parte della dottrina. Si vedano, senza pretese di esaustività, C. CASONATO, B. MARCHETTI, *Prime osservazioni sulla proposta di regolamento dell'Unione Europea in materia di intelligenza artificiale*, in *BioLaw Journal*, 2021, III, 415 ss e, più di recente, con riferimento all'impatto della proposta sui mercati finanziari, A. SCIARRONE ALIBRANDI, M. RABITTI, G. SCHNEIDER, *The European AI Act's Impact on Financial Markets: From Governance to Co-Regulation*, European Banking Institute Working Paper Series 2023, 2023, CXXXVIII.

<sup>12</sup> Nell'ambito del presente lavoro, si fa riferimento alla nozione “ampia” e “sostanziale” di regolazione, elaborata dall'OCSE, con cui si indica «the diverse set of instruments by which governments set requirements on enterprises and citizens» e che, pertanto, comprende «laws, formal and informal orders and subordinate rules issued by all levels of government, and rules issued by non-governmental or self-regulatory bodies to whom governments have delegated regulatory powers» (*OECD, The OECD Report on Regulatory Reform. Synthesis*, 1997). Di recente, questa impostazione è ripresa ad esempio anche da M. DE BENEDETTO, M. MARTELLI, N. RANGONE, *La qualità delle regole*, Bologna, 2011, 12-13 e da N. RANGONE, *Regolazioni e mercati*, in G. LEMME (a cura di), *Diritto ed economia del mercato*, Milano, 2021, 401 ss. Volendo pertanto sintetizzare, le regole possono essere contenute non solo nella legge, ma anche, ad esempio, negli atti amministrativi e finanche nella c.d. *soft law*. Su quest'ultimo punto, sia consentito rinviare a M.B. ARMIENTO, *Regolazione soft dei mercati e qualità delle regole*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2022, II, 595 ss.

<sup>13</sup> Così, efficacemente, M. PASSALACQUA, *Green deal e transizione digitale*, cit., 35. Più in generale, si interroga sui possibili strumenti di regolazione delle transizioni in atto S. AMOROSINO, *Il futuribile. Governare le transizioni “economiche”*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 497 ss.

“sociali” (inclusione, coesione e sostenibilità) e di offerta di servizi orientati alla domanda “reale” (par. 3). Infine, si conclude mettendo in luce possibili sfide di cui le regolazioni del futuro dovrebbero tener conto (par. 4).

## *2. Prime forme di regolazione della transizione digitale del servizio pubblico locale di rilevanza economica*

Un qualsivoglia ragionamento sulla transizione digitale dei servizi pubblici locali di rilevanza economica non può prescindere da un’analisi empirica di siffatto fenomeno<sup>14</sup>.

Esso va indagato sotto due profili. Il primo, extragiuridico, riguarda l’uso delle tecnologie digitali nella gestione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica. A tal fine, si è scelto di esaminare i seguenti servizi: la distribuzione dell’energia, il trasporto pubblico, il servizio idrico integrato e la raccolta dei rifiuti. Il secondo riguarda invece le modalità con cui le tecnologie in questione sono state regolamentate, facendo riferimento anche alle esperienze di altri Paesi europei, senza la pretesa, tuttavia, di svolgere un’analisi comparatistica.

### *2.1. La distribuzione dell’energia*

Tra i servizi pubblici locali di rilevanza economica, la distribuzione dell’energia rappresenta forse quello più interessato dalla transizione digitale. Difatti, le prime sperimentazioni in tal senso nell’ambito dei servizi pubblici si rinvengono proprio in questo settore, tradizionalmente “banco di prova” nel rapporto tra innovazione tecnologica e regolazione<sup>15</sup>. Tra le varie forme di digitalizzazione che caratterizzano questo settore vi sono, ad esempio, le *smart grids*, vale a dire le c.d. “reti intelligenti”. Esse, basandosi sui dati trasmessi da

---

<sup>14</sup> Ciò, secondo la teoria del realismo giuridico elaborata da Massimo Severo Giannini per cui lo studio del diritto necessita di essere integrato dalla conoscenza dei fenomeni della realtà, nonché dalle scienze extragiuridiche. Per un’analisi del realismo gianniniano, si veda M. D’ALBERTI, *Per Massimo Severo Giannini*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2000, III, 221 ss.

<sup>15</sup> Su questo tema si veda T. FAVARO, *Regolare la transizione energetica*, cit., *passim*.

contatori intelligenti (*smart meters*) permettono di ottimizzare la distribuzione dell'energia ed evitare così sovraccarichi e congestioni<sup>16</sup>.

In che modo le *smart grids* sono oggi regolamentate? Guardando al contesto europeo, possiamo subito rilevare come oggi la regolazione delle *smart grids* sia strettamente connessa alla normativa in materia di efficienza energetica (e, dunque, a quella relativa agli *smart meters*) e di promozione delle energie rinnovabili.

Un esempio in tal senso è rappresentato dalla legislazione tedesca e, in particolare, da quella federale sulla digitalizzazione della transizione energetica del 2016 (*Gesetz zur Digitalisierung der Energiewende – GDEW*), che costituisce la base giuridica per lo sviluppo di *smart grids*<sup>17</sup>. In tale contesto, una forma di tutela degli utenti avviene tramite la regolamentazione della raccolta, dell'elaborazione e dell'utilizzo dei dati di misurazione e di altri dati personali per l'adempimento di compiti di interesse pubblico<sup>18</sup>. I dati in questione sono raccolti attraverso sistemi di misurazione "normali" o "intelligenti" per l'esecuzione di compiti del gestore di rete nell'esercizio dei poteri ad esso conferiti<sup>19</sup>.

---

<sup>16</sup> Sul punto, con riferimento alla distribuzione dell'energia, osserva F. GIGLIONI, *La sfida dell'innovazione sulla regolazione pubblica. Il caso delle smart grid*, in *Munus*, 2013, III, 464, come le *smart grids* «attraverso la combinazione di tecnologie informatiche con le infrastrutture energetiche di distribuzione, produttori, consumatori e consumatori-produttori, c.d. *prosumer*, sono in grado di disporre e di immettere sulla rete dati, informazioni ed energia autoprodotta in tempo reale così che l'utilizzo dell'energia sia efficiente, a elevata qualità e con ridotti sprechi». In tema, si veda anche ID., *La "domanda" di amministrazione delle reti intelligenti*, in *Istituzioni del Federalismo*, 2015, IV, 1049 ss.

<sup>17</sup> Uno dei progetti più noti è FlexQGrid, testato dal gestore della rete NetzeBw in una piccola città nelle vicinanze di Friburgo in Brisgovia. Il sistema è decentralizzato ed è costituito da tre elementi: degli *smart meters* che raccolgono i dati di consumo, una scatola di controllo e un meccanismo di gestione della rete. FlexQGrid è concepito nell'ottica di evitare/prevenire colli di bottiglia e verificare lo stato della rete. Esso si basa su un semaforo che una volta "letti" i dati può assumere diversi colori (verde, giallo e rosso). Se il colore diventa rosso, vuol dire che si è verificata una congestione che non è stato possibile prevedere: a questo punto, in via automatica, il meccanismo di gestione impone alle unità dei valori a cui queste devono obbligatoriamente aderire per non sovraccaricare la rete. Per la descrizione del progetto, si rinvia al seguente link: <https://flexqgrid.de/english/>.

<sup>18</sup> Art. 1, GDEW.

<sup>19</sup> Art. 50, GDEW.

Vi è tuttavia anche un'ulteriore forma di regolazione, che oggi comincia ad affermarsi. Ci si riferisce alle *sandboxes regolamentari*, particolarmente diffuse oggi nella regolazione dei mercati finanziari<sup>20</sup>. Con questa espressione, si indicano quegli "spazi" in cui si testano innovazioni tecnologiche sotto la supervisione di un'autorità di regolazione/vigilanza<sup>21</sup>. Ad esempio, in Francia, dove sono anche state sperimentate forme particolarmente avanzate di *smart grids*<sup>22</sup>, la regolazione delle innovazioni tecnologiche<sup>23</sup> nel settore energetico è basata su un sistema di *bac a sable*<sup>24</sup>, disciplinato dal *Code de l'énergie*. Ai fini dell'ammissione alla *sandbox*, la sperimentazione deve contribuire al raggiungimento degli obiettivi della politica energetica<sup>25</sup>, previsti dal *Code* e volti a fronteggiare «l'urgence écologique et

---

<sup>20</sup> Sulle potenzialità di questi strumenti in questo settore, si rinvia a L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in questa *Rivista*, 2023, III, 461 ss.

<sup>21</sup> Nell'ambito della proposta europea sull'intelligenza artificiale, è previsto un regime giuridico delle *sandboxes* (tecnicamente: «Spazi di sperimentazione normativa per l'IA»). Seppur oggi particolarmente utilizzate (soprattutto nell'ambito dei mercati finanziari) e disciplinate anche dalla Proposta di *Artificial Intelligence Act* (art. 53 ss), queste non sono scevre da criticità. Sul punto, è stato ad esempio evidenziato che «regulatory sandbox is only successful at the micro level but the products under testing cannot be released at the macro level, that is, outside the controlled sandbox environment»: pertanto, sarebbe necessario un approccio olistico alla materia, ad oggi tuttavia mancante (S. RANCHORDÁS, *Experimental Regulations for AI: Sandboxes for Morals and Mores*. University of Groningen Faculty of Law Research Paper Series No. 7/2021).

<sup>22</sup> Si pensi alla sperimentazione IssyGrid nel quartiere d'affari Issy les Molineaux. Dal 2012, la rete, che ha connesso migliaia tra unità abitative ed uffici, è stata in grado di raccogliere in tempo reale molteplici informazioni sui consumi. Ciò ha permesso di ottimizzare la distribuzione dell'energia da parte del gestore della rete, ma anche di identificare consumi anomali ed evitare così sovraccarichi o colli di bottiglia. Cfr. le informazioni reperibili al seguente link: <https://www.issy.com/issygrid>.

<sup>23</sup> La *Commission de la Régulation de l'Énergie* (CRE) ha pubblicato sul proprio sito un elenco dei progetti *smart grids* conclusi o in corso, volti a promuovere gli obiettivi della transizione energetica/ecologica. Inoltre, ogni due anni la CRE pubblica una relazione che valuti le prestazioni dei gestori di rete nello sviluppo di una rete elettrica intelligente in grado di promuovere gli obiettivi di cui sopra (art. L 134-15 §3, *Code de l'énergie*; il rapporto più recente risale al maggio 2022: <https://www.cre.fr/Actualites/la-cre-tire-le-bilan-des-demonstrateurs-smart-grids>).

<sup>24</sup> Art. 61, loi n° 2019-1147 du 8 novembre 2019 relative à l'énergie et au climat.

<sup>25</sup> Art. 61, loi n° 2019-1147.

climatique»<sup>26</sup>. Sul punto, vale la pena rilevare come nel giugno 2022 sono stati ammessi alla sperimentazione quattordici progetti, volti, tra gli altri, ad ottimizzare la connessione dei produttori di energia rinnovabile oppure a flessibilizzare i consumi energetici<sup>27</sup>.

## 2.2. *Il trasporto pubblico locale*

Il tema della digitalizzazione del *trasporto pubblico locale* è già da molto tempo oggetto di numerosi studi<sup>28</sup>. Oltre alle note forme di digitalizzazione che hanno interessato il trasporto non di linea (si pensi al diffondersi delle piattaforme come Uber), richiedendo altresì

---

<sup>26</sup> Gli obiettivi sono previsti dall'art. L100-1A, come modificati dalla loi n° 2021-1104 du 22 août 2021 portant lutte contre le dérèglement climatique et renforcement de la résilience face à ses effets e dalla loi n° 2023-175 du 10 mars 2023 relative à l'accélération de la production d'énergies renouvelables.

<sup>27</sup> Cfr. la Delibera della CRE del 30 giugno 2022.

<sup>28</sup> Senza pretese di esaustività, si vedano almeno L. AMMANNATI, *Diritto alla mobilità e trasporto sostenibile. Intermodalità e digitalizzazione nel quadro di una politica comune dei trasporti*, in *Federalismi.it*, 2018, IV, 1 ss; EAD, *Regolare o non regolare ovvero l'economia digitale fra "Scilla e Cariddi"*, in L. AMMANNATI, R. CAFARI PANICO (a cura di) *I servizi pubblici: vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2019, spec. 149 ss; M. MIDIRI, *Nuove tecnologie e regolazione: il «caso Uber»*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2018, III, 1017 ss.; F. GASPARI, *L' "acquis" dell'Unione Europea in materia di sicurezza stradale e i sistemi di trasporto intelligente*, in *Diritto dei trasporti*, 2019, I, 1 ss; nonché i contributi citati nell'ambito del presente lavoro.



l'intervento della Corte di giustizia<sup>29</sup> e del Giudice delle leggi<sup>30</sup>, cominciano ad essere sviluppate anche nel *trasporto pubblico di linea* soluzioni tecnologiche. Esse sono in grado di elaborare informazioni fornite dagli utenti<sup>31</sup>, anche al fine di declinare l'offerta del servizio da parte del gestore in modo più confacente alle esigenze dei cittadini-utenti<sup>32</sup>.

In alcuni casi, la scelta del regolatore è stata quella di sottoporre le innovazioni tecnologiche al medesimo *regime autorizzatorio* previsto per le forme di trasporto "ordinarie". È il caso, ad esempio, della *Personenbeförderungsgesetz (PBefG)*, la legge tedesca sul trasporto passeggeri approvata nel 1990 e variamente modificata negli anni. Nel

---

<sup>29</sup> Cfr. Corte di Giustizia dell'Unione Europea, (Grande Sezione), sentenza del 20 dicembre 2017, Causa C-434/15 (*Asociación Profesional Elite Taxi contro Uber Systems Spain SL*). Volendo qui limitarsi a pochi cenni, la sentenza, pronunciata su rinvio pregiudiziale del *Juzgado de lo Mercantil n. 3 de Barcelona* (tribunale di commercio n. 3 di Barcellona), ha ritenuto che il servizio di intermediazione online offerto da UBER «avente ad oggetto la messa in contatto mediante un'applicazione per smartphone, dietro retribuzione, di conducenti non professionisti, che utilizzano il proprio veicolo, con persone che desiderano effettuare uno spostamento nell'area urbana» fosse da qualificarsi in termini di «servizi[o] nel settore dei trasporti» ex art. 58, § 1, TFUE (non trovando, pertanto, applicazione né l'art. 56 TFUE in materia di libera prestazione dei servizi, né la Direttiva 2006/123/CE sui servizi, né l'allora vigente Direttiva 31/2000/CE sull'*e-commerce*). La vicenda è ripercorsa da A. CANEPA, *Le piattaforme fra nuove dinamiche di mercato e ricerca di strumenti regolatori efficaci*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, spec. 188-189, la quale osserva come la sentenza abbia introdotto un criterio ("Uber-test"), applicabile anche ad altre piattaforme, basato su «un'analisi comparata tra il servizio di un semplice intermediario e quello di un operatore del settore» (189); nonché da L. AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in *Federalismi.it*, 2019, VII, 1 ss.

<sup>30</sup> Si vedano, in tema, le sentenze della Corte Costituzionale del 15 dicembre 2016 n. 265 e del 26 marzo 2020 n. 56.

<sup>31</sup> Si pensi, ad esempio, al Regno Unito, dove il gestore del trasporto pubblico locale, elaborando i dati raccolti tramite la card usata per accedere alla metropolitana (c.d. Oyster Card), inviava ai *commuters* messaggi sui percorsi da seguire oppure sull'affollamento dei mezzi. Cfr. le informazioni contenute al link: <https://www.ns-businesshub.com/technology/big-data-in-transport-tfl/>.

<sup>32</sup> In tema, sia consentito rinviare a M.B. ARMIENTO, *Intelligenza artificiale e servizio di trasporto pubblico locale di linea nella smart city*, in F. DONATI, A. PAJNO, A. PERRUCCI (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale: una rivoluzione?*, Bologna, 2022, 205 ss.

2021, la normativa in questione è stata emendata<sup>33</sup>, anche al fine di perseguire agli obiettivi di protezione del clima e dell'ambiente<sup>34</sup> prevedendo<sup>35</sup> che gli intermediari online siano assoggettati al medesimo regime giuridico sancito per gli operatori che svolgono trasporto di persone, a determinate condizioni<sup>36</sup>, e disciplinando in modo più puntuale i servizi di *pooling*<sup>37</sup>.

Un'ulteriore tecnica riguarda l'inserimento di forme di regolazione della digitalizzazione nell'ambito delle *normative sulla mobilità sostenibile*. Sotto questo profilo, si può rilevare come la regolazione della transizione digitale del trasporto pubblico locale sia spesso legata all'esigenza di garantirne la sostenibilità, quantomeno in termini ambientali<sup>38</sup>. Un esempio è rappresentato da un recente disegno di legge spagnolo sulla mobilità sostenibile, in corso di approvazione (*Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible*), che appare molto interessante per la sua capacità di coniugare le esigenze di una mobilità digitale con quelle di una mobilità sostenibile/*green* e inclusiva. L'amministrazione pubblica, nel suo ruolo fondamentale di attuazione della normativa in questione, deve agire sulla base di vari principi: tra i molti, quello di sicurezza, di coesione sociale e territoriale, uguaglianza e non discriminazione, di sostenibilità, di accesso universale e di digitalizzazione<sup>39</sup>.

È interessante notare come, in tale contesto, la mobilità sostenibile – che deve essere agevolata dai pubblici poteri<sup>40</sup> – venga interpretata in termini non meramente “ambientalisti”<sup>41</sup>. Essa deve essere infatti

---

<sup>33</sup> Cfr. Gesetz zur Modernisierung des Personenbeförderungsrechts Vom 16 April 2021.

<sup>34</sup> Art. 1a, PBefG.

<sup>35</sup> Anche sulla scia della giurisprudenza della Corte di giustizia a cui si è fatto riferimento nell'ambito del presente paragrafo.

<sup>36</sup> Art. 1, § 3, PBefG.

<sup>37</sup> Art. 50, PBefG.

<sup>38</sup> Ciò emerge anche dalla Comunicazione della Commissione europea *Strategia per una mobilità sostenibile e intelligente: mettere i trasporti europei sulla buona strada per il futuro*, Bruxelles, 9.12.2020 COM(2020) 789 final, che evidenzia questa sinergia tra sostenibilità e digitalizzazione dei trasporti.

<sup>39</sup> Cfr. art. 5, 86-93, *Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible*, testo approvato in Consiglio dei ministri in data 13 dicembre 2022.

<sup>40</sup> Art. 4, § 2, *Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible*, cit.

<sup>41</sup> Del resto, come è stato opportunamente osservato, «il concetto di mobilità sostenibile, quanto ad implementazione, è caratterizzato da una irriducibile atipicità».

«efficace, sicura, economicamente conveniente, efficiente, accessibile, socialmente inclusiva, rispettosa della salute e dell'ambiente, integrando al contempo soluzioni digitali per facilitare questi obiettivi»<sup>42</sup>.

La normativa spagnola, dunque, evidenzia in modo esplicito come la digitalizzazione, integrata in un determinato servizio, possa contribuire a soddisfare determinati bisogni. Inoltre, limitandosi all'esame dei profili connessi alla transizione digitale, il disegno di legge valorizza il *ruolo dei dati* nel trasporto pubblico, facendo riferimento alla disciplina in materia di protezione dei dati<sup>43</sup>, aprendo peraltro a una progressiva regolamentazione dei veicoli automatizzati nel servizio di trasporto<sup>44</sup>. Con riguardo a questi ultimi, l'azione dei pubblici poteri dovrà essere informata, tra gli altri, ai principi di «sostenibilità ambientale ed efficienza del sistema di trasporto»<sup>45</sup>, di *buena regulaciòn* «sfruttando l'esperienza accumulata per il suo continuo miglioramento»<sup>46</sup> e quella della gestione/manutenzione dei sistemi e delle infrastrutture digitali.

### 2.3. Il servizio idrico

Il ricorso ad innovazioni tecnologiche per la gestione del servizio idrico integrato<sup>47</sup> appare meno ricorrente rispetto alla distribuzione

---

Anzitutto, l'articolazione della sostenibilità attorno ai tre pilastri dell'ambiente, del sociale e dell'economia implica una diversificazione di obiettivi e, quindi, di strategie e soluzioni» (così, nell'ambito di una riflessione sulla mobilità sostenibile nel contesto nazionale, E. GUARNIERI, *Città, trasporto pubblico locale e infrastrutture nella stagione della mobilità sostenibile: la sinergia dell'insieme*, in *Federalismi.it*, XVI, 2022, 153).

<sup>42</sup> Art. 4, § 5, Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>43</sup> Artt. 86-93, Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>44</sup> Artt. 82 ss., Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>45</sup> Art. 82, lett. b), Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>46</sup> Art. 82, lett. c), Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>47</sup> Il tema della regolazione e gestione di servizi idrici – che in questa sede non può essere oggetto di approfondimento – è stato oggetto di interessanti riflessioni da parte della scienza giuridica. Sul punto si vedano almeno L. CARBONE, G. NAPOLITANO e A. ZOPPINI (a cura di), *Il regime dell'acqua e la regolazione dei servizi idrici. Annuario di diritto dell'energia 2017*, Bologna, 2017; F. CAPORALE, *I servizi idrici. Dimensione economica e rilevanza sociale* Milano, 2017; A. FIORITTO, *I servizi idrici*, in S. CASSESE (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo. Diritto amministrativo*

dell'energia. Tuttavia, non mancano interessanti applicazioni. Un esempio è rappresentato dalle *smart water grids*. In modo non dissimile dalle più note *smart grids* energetiche, esse sono infatti finalizzate a favorire l'ottimizzazione dei consumi oppure a ridurre le perdite idriche<sup>48</sup>. Ad esempio, in Portogallo, la società in partecipazione pubblica Empresa Portuguesa das Águas Livres (EPAL), incaricata della gestione del servizio, ha sperimentato un sistema di *smart water management* denominato WONE. Il sistema, sulla base delle zone di monitoraggio e controllo (ZMC), analizza i dati del flusso e della pressione dell'acqua, attraverso un software che consente di automatizzare l'integrazione dei dati di monitoraggio dalla ZMC. Nello specifico, WONE esamina gli indicatori di prestazione delle ZMC e li classifica in base al consumo giornaliero totale e al consumo notturno minimo: in questo modo, sono evidenziate le "tendenze" e vengono generati degli "allarmi" che indicano che è necessario intervenire per riparare eventuali perdite idriche<sup>49</sup>.

Finora, non sembrano rinvenirsi forme di *hard regulation* del fenomeno e pertanto la regolazione delle innovazioni tecnologiche nel servizio idrico integrato appare affidata perlopiù a documenti programmatici (*soft regulation*). Un esempio in tal senso è rappresentato dalla *Nationale Wasserstrategie*<sup>50</sup>, approvata al Governo tedesco. Largamente improntata al principio di precauzione, essa si pone come obiettivo quello di «mobilitare e combinare tutte le forze della società per compiere i passi cruciali necessari per affrontare le sfide a lungo termine per la gestione dell'acqua e delle risorse idriche, nonché per le vie navigabili»<sup>51</sup>. La Strategia, ripercorrendo le varie sfide legate oggi al *water management* (causate, tra gli altri, dal

---

*speciale*, vol. III, Milano, 2003, 2520 ss; M. D'ORSOGNA, *Servizi idrici*, in *Enciclopedia del diritto. Funzioni amministrative*, 2022, 1053 ss.

<sup>48</sup> Sul tema, si vedano, di recente M. OBERASCHER, W. RAUCH, R. SITZENFREL, *Towards a smart water city: A comprehensive review of applications, data requirements, and communication technologies for integrated management*, in *Sustainable Cities and Society*, 2022, LXXVI, 1 ss.

<sup>49</sup> Le informazioni qui riportate sono reperibili al seguente link: <https://www.epal.pt/EPAL/menu/produos-e-servi%C3%A7os/wone>.

<sup>50</sup> Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und nukleare Sicherheit, *Nationale Wasserstrategie*, 15 marzo 2023 (nella versione inglese, consultata da chi scrive, denominata *National Water Strategy*).

<sup>51</sup> *Nationale Wasserstrategie*, cit., 8 (traduzione di chi scrive).

cambiamento climatico, ma anche dal conflitto in Ucraina), fa riferimento, in particolare, alle infrastrutture idriche e alla loro gestione tramite tecnologie informatiche, che devono rispettare requisiti di sicurezza molto elevata. È interessante notare come la Strategia raccomandi di adottare una base giuridica che permetta di raccogliere/utilizzare i *water data*, con il supporto del governo federale e degli *stakeholders*.

#### 2.4. La raccolta dei rifiuti

In modo non dissimile da altri servizi pubblici di rilevanza locale, anche il sistema di *gestione e raccolta dei rifiuti* comincia ad essere caratterizzato dall'emergere di innovazioni tecnologiche. Ne costituiscono un esempio significativo i c.d. *smart bins*, vale a dire quei cassonetti “intelligenti” in grado di inviare dati, raccolti mediante sensori, al gestore del servizio, al fine di permettere una raccolta dei rifiuti più efficiente e ottimizzata<sup>52</sup>.

In questi casi, la regolazione della transizione digitale, seppur embrionale, appare affidata a diversi strumenti, come testimoniano le normative europee di recepimento della Direttiva UE/2018/851 sui rifiuti<sup>53</sup>. Seppur non focalizzata sull'uso di tecnologie digitali, le suddette normative – anche sulla scia dei criteri individuati dal

---

<sup>52</sup> Per un'analisi delle tecnologie digitali nella gestione dei rifiuti, si rinvia al *discussion paper* di S. SIPKA, *Towards circular e-waste management: How can digitalisation help?*, 30 settembre 2021, European Policy Center. In Italia, la società *multiutility A2A*, operante in Lombardia, già dal 2011 ha sperimentato i “cestini intelligenti”. Il sistema si basa su una piattaforma che «attraverso algoritmi e progressivi auto-apprendimenti (machine learning), suggerisce modifiche nella dislocazione dei punti di raccolta, prevede i volumi di raccolta (fino a 24h) con una precisione del 90%, ed organizza il “routing” ottimale per i mezzi, proponendo il percorso migliore». Attualmente, i cestini intelligenti sono di due tipologie. La prima è quella “standard”, in cui un sensore riesce a monitorare lo stato di riempimento del cestino. La seconda è invece quella “avanzata”, in grado di contenere un numero più elevato di rifiuti: in questo caso, la misurazione del riempimento avviene attraverso un sensore laser, alimentato da un pannello fotovoltaico. Le informazioni qui riportate sono reperibili al seguente link: [https://www.a2asmartcity.it/use\\_case/smart-bin/](https://www.a2asmartcity.it/use_case/smart-bin/).

<sup>53</sup> Limitandosi a qualche esempio, approfondito nel prosieguo, in Italia, la direttiva è stata recepita dai d.lgs. 3 settembre 2020 n. 116 e 120; mentre in Spagna dalla ley 7/2022, de 8 de abril, de residuos y suelos contaminados para una economía circular (8 aprile 2022).

legislatore europeo – contengono alcune previsioni che aprono, in prospettiva, a un utilizzo maggiore delle tecnologie digitali nella gestione dei rifiuti. Si pensi, a titolo di esempio, alla regolazione mediante *incentivi pubblici*. Nella legge spagnola sull'economia circolare<sup>54</sup>, che ha recepito la Direttiva poc'anzi menzionata, è contenuta una disciplina degli incentivi economici «a sostegno alla ricerca e all'innovazione nella progettazione di [...] tecnologie e processi che riducano al minimo la produzione di rifiuti; nonché tecnologie avanzate di riciclaggio e rigenerazione»<sup>55</sup>. Non mancano, inoltre, forme di regolazione mediante *programmazione*<sup>56</sup>: è il caso della disciplina del contenuto dei piani regionali di gestione dei rifiuti, che fa riferimento, tra gli altri, a «politiche generali di gestione dei rifiuti, incluse *tecnologie* e metodi *di gestione pianificata dei rifiuti*, o altre politiche per i rifiuti che pongono problemi particolari di gestione»<sup>57</sup>. Siffatte previsioni potrebbero costituire la base giuridica per incentivare, ad esempio, la ricerca e lo sviluppo di *smart bins* oppure per pianificarne l'installazione di un numero adeguato.

### 3. Prospettive di regolazione nel contesto nazionale

Come già emerso in precedenza, nel contesto italiano, la digitalizzazione dei servizi pubblici locali a rilevanza economica si trova ad uno stadio solo iniziale<sup>58</sup>. In particolare, al momento in cui si

---

<sup>54</sup> Ley 7/2022, cit.

<sup>55</sup> Allegato V, § 1, n. 10 (Esempi di strumenti economici e altre misure per favorire l'applicazione della gerarchia dei rifiuti di cui all'articolo 8, comma 2), ley n. 7/2022.

<sup>56</sup> Sul rapporto tra regolazione e programmazione, si rinvia a N. RANGONE, *Le programmazioni economiche*, Bologna, 2007.

<sup>57</sup> Art. 199, d.lgs. n. 162/2006 (enfasi aggiunta). La stessa identica definizione è riportata all'Allegato VII, § 1, lett. g), ley 7/2022, cit. (Contenuto dei piani regionali di gestione dei rifiuti).

<sup>58</sup> Ciò è messo in luce, ad esempio, dal *Digital Economy and Society Index – Countries' performance in digitisation*, reperibile al link: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi>. Il *country report* relativo all'Italia, con riferimento ai c.d. "servizi pubblici digitali", ha evidenziato come «L'Italia si colloca al 18° posto nell'UE per quanto riguarda i servizi pubblici digitali. Nonostante i miglioramenti registrati, l'uso dei servizi pubblici digitali rimane relativamente basso». Ancora, si pensi alla Relazione finale della Commissione di studio sul trasporto pubblico locale istituita con DM 4 gennaio 2021 e presieduta dal Prof. Bernardo Giorgio Mattarella. Nella relazione è stato evidenziato «un livello limitato

scrive, non si rinvengono delle regolazioni puntuali di questo fenomeno.

Ad ogni modo, un qualsivoglia ragionamento sulla transizione digitale dei servizi pubblici locali non può prescindere da un'analisi della relativa legislazione e, nello specifico, della riforma dei servizi pubblici locali di cui al d.lgs. 23 dicembre 2022, n. 201<sup>59</sup>.

Vale la pena fin da subito rilevare come il decreto non sia del tutto estraneo alle istanze della digitalizzazione. Tra i principi che devono informare il servizio pubblico locale, figura infatti il principio di «promozione di investimenti in innovazione tecnologica», ma anche di «sviluppo sostenibile»<sup>60</sup>. Inoltre, nel contratto di servizio devono essere inserite clausole relative all'«obbligo del gestore di rendere disponibili all'ente affidante i dati acquisiti e generati nella fornitura dei servizi agli utenti»<sup>61</sup>, sulla scia di quanto già previsto dal Codice dell'amministrazione digitale<sup>62</sup>. Si tratta di una previsione particolarmente interessante, dal momento che, in prospettiva, potrebbe consentire all'ente locale di «conoscere» diversi aspetti del servizio, al fine di migliorarne la qualità e rendere informazioni in tempo reale agli utenti. Tuttavia, la normativa non sembra approfondire ulteriormente questo aspetto.

Fatta comunque eccezione per queste previsioni, nella disciplina di riordino della materia, il legislatore sembra non aver normato in modo compiuto i fenomeni di digitalizzazione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica. Difatti, limitandosi a qualche esempio, non è presente una norma che legittimi enti locali e gestori a fare uso di tecnologie digitali nella prestazione del servizio, né i *principi* che

---

di innovazione nella programmazione e nella gestione dei servizi», rilevando, a titolo esemplificativo, la scarsa diffusione della bigliettazione elettronica (con una quota ancora molto elevata di biglietti cartacei), il ricorso a «tecnologie per il controllo dei mezzi e per la raccolta di informazioni sui viaggiatori, la videosorveglianza, la comunicazione di informazioni in tempo reale ai viaggiatori, i sistemi automatizzati di controllo a bordo».

<sup>59</sup> D.lgs. 23 dicembre 2022, n. 201 «Riordino della disciplina dei servizi pubblici locali di rilevanza economica», G.U. del 30 dicembre 2022. Per un primo commento alla normativa, si veda A. MOLITERNI, *La riforma dei servizi pubblici locali*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 4, 2023, 478 ss.

<sup>60</sup> Art. 3, comma 2, d.lgs. n. 201/2022.

<sup>61</sup> Art. 24, comma 3, lett. o), d.lgs. n. 201/2022.

<sup>62</sup> Art. 50-quater, Cad.

dovrebbero guidare questo utilizzo, né le eventuali *garanzie* che dovrebbero assisterlo<sup>63</sup>.

Alla luce del “vuoto normativo” a livello nazionale, alcuni spunti di rilievo possono ricavarsi dalle regolazioni poc’anzi menzionate. Queste ultime – seppur poco omogenee e “settorializzate” – consentono di individuare almeno tre profili di rilievo, che cominciano ad essere oggi all’attenzione del regolatore e che, di conseguenza, informano i tentativi di normare i processi di transizione digitale.

Il primo e più scontato profilo riguarda il *rapporto tra digitalizzazione ed efficienza del servizio*<sup>64</sup>. Del resto, anche se si guarda al diritto positivo nazionale, si rinvencono previsioni che mettono in luce l’importanza dell’efficienza dei servizi pubblici locali per i consumatori e per gli utenti.

Un esempio per tutti: nel Codice del consumo, tra i diritti fondamentali dei consumatori, figura proprio quello «all’erogazione di servizi pubblici secondo standard di qualità e di efficienza»<sup>65</sup>. La disciplina consumeristica, inoltre, nel fare riferimento alla potestà normativa di Stato e Regioni in termini di garanzia dei diritti degli utenti, attraverso la «concreta e corretta attuazione dei principi e dei criteri previsti della normativa vigente in materia»<sup>66</sup>, ribadisce la necessità che il rapporto d’utenza si svolga «nel rispetto di standard di qualità predeterminati e adeguatamente resi pubblici»<sup>67</sup>.

Alla luce di quanto sopra evidenziato, la digitalizzazione diviene pertanto il mezzo per garantire servizi pubblici locali più efficienti per gli utenti (si pensi al caso della bigliettazione elettronica o alla possibilità di pagare il servizio tramite smartphone<sup>68</sup>). Non appare dunque casuale che le normative poc’anzi menzionate non sembrino

---

<sup>63</sup> A differenza di quanto avvenuto con il nuovo Codice dei contratti pubblici (d.lgs. 31 marzo 2023 n. 36), che dedica una norma all’utilizzo di «procedure automatizzate nel ciclo di vita dei contratti pubblici» (art. 30).

<sup>64</sup> In una prospettiva giuspubblicistica, questo legame è evidenziato, ad esempio, dall’art. 3-bis della legge 241/1990 sul procedimento amministrativo.

<sup>65</sup> Art. 2, comma 2, lett. g), d.lgs. 6 settembre 2005 n. 205.

<sup>66</sup> Art. 101, comma 1, Cod. cons.

<sup>67</sup> Art. 101, comma 2, Cod. cons.

<sup>68</sup> Sulle problematiche giuridiche legate alla bigliettazione elettronica nel trasporto pubblico, si rinvia all’analisi di A. MANTELERO, *Data protection, e-ticketing, and intelligent systems for public transport*, in *International Data Privacy Law*, 2015, V, 4, 309 ss.



mai porsi in un'ottica di "divieto" del ricorso alla digitalizzazione, limitandosi piuttosto a circoscriverne alcuni effetti pregiudizievoli (si consideri la tutela dei dati personali, come nel caso della legislazione tedesca, oppure il contrasto a forme di discriminazione algoritmica tra categorie di cittadini-utenti, come in quella spagnola).

Il secondo profilo, altrettanto evidente, riguarda la necessità che la *transizione digitale diventi uno dei mezzi più importanti per perseguire obiettivi di politica energetica verde*<sup>69</sup>. Ciò appare oggi largamente riconosciuto e incentivato anche attraverso un "nuovo" insieme di programmazioni<sup>70</sup>. Sotto questo profilo, le esperienze analizzate si dimostrano significative, dal momento che la legge subordina il ricorso alla digitalizzazione al perseguimento degli obiettivi di politica energetica "verde" (come previsto dal *Code de l'énergie* francese) o diviene il mezzo per conseguire la transizione energetica o, ancora, la mobilità sostenibile.

Il terzo profilo riguarda invece, più specificamente, la *tutela del cittadino-utente* che si trova a dover fronteggiare la transizione digitale. È già emerso come la regolazione della transizione digitale divenga un mezzo per garantire sia quel "diritto all'efficienza" del servizio codificato dalla disciplina consumeristica, sia un "diritto alla sostenibilità/protezione ambientale" (entrambi, questi, parametri con cui valutare la qualità di un servizio)<sup>71</sup>.

Sorgono a tal proposito alcuni interrogativi. Viene da chiedersi allora se vi siano altri diritti/interessi/bisogni che possono essere tutelati tramite la regolazione. A ben guardare, oggi, le normative che regolano la transizione digitale dei servizi pubblici locali appaiono ancora strettamente legate (seppure non in modo esclusivo) alla necessità di proteggere i dati personali: ciò, tuttavia, può rivelarsi

---

<sup>69</sup> Si tratta di un legame evidenziato, ad esempio, dallo studio dello European Parliament Research Service: P. GAILHOFER ET AL., *The role of Artificial Intelligence in the European Green Deal*, Study for the special committee on Artificial Intelligence in a Digital Age (AIDA), Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg, 2021, *passim*.

<sup>70</sup> S. AMOROSINO, *Il futuribile. Governare le transizioni "economiche"*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 497 ss.

<sup>71</sup> Cfr. la Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri 27 gennaio 1994 «Principi sull'erogazione dei servizi pubblici».

insufficiente in termini di garanzie, dal momento che il GDPR si applica ai soli trattamenti di dati personali<sup>72</sup>.

Il GDPR rappresenta certamente un approdo cruciale per avviare la riflessione sull'uso degli algoritmi da parte di istituzioni pubbliche e private<sup>73</sup>. Si rende nondimeno necessario verificare se la transizione digitale consenta di perseguire ulteriori obiettivi rispetto a quello, pur imprescindibile, della protezione dei dati personali. In questa sede, pertanto, si può osservare come la regolazione della transizione digitale possa svolgere almeno due compiti di rilievo. Il primo riguarda la possibilità che la digitalizzazione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica diventi uno strumento per conseguire altri obiettivi di “matrice sociale”, ben oltre il mero binomio “transizione digitale-transizione verde”<sup>74</sup>. Il secondo, invece, attiene al fatto che la digitalizzazione contribuisca a migliorare l'offerta del servizio da parte del gestore, “personalizzandola” rispetto alle esigenze del cittadino-utente.

### 3.1. *Regolare la transizione digitale per favorire la coesione sociale e l'inclusione...*

L'intervento pubblico per favorire la coesione sociale e territoriale, così come l'inclusione, rappresenta oggi uno dei “pilastri” dei nuovi Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (insieme agli obiettivi, già menzionati, di transizione digitale e verde)<sup>75</sup>.

---

<sup>72</sup> Si tratta di una criticità evidenziata da molti autori: si veda per tutti, nell'ambito di un ragionamento più ampio sulle decisioni algoritmiche dei pubblici poteri, S. CIVITARESE MATTEUCCI, *Umano, troppo umano. Decisioni amministrative automatizzate e principio di legalità*, in *Diritto pubblico*, 2019, I, 27.

<sup>73</sup> Si veda, ad esempio, G. RESTA, *Governare l'innovazione tecnologica: decisioni algoritmiche, diritti digitali e principio di uguaglianza*, in *Politica del diritto*, 2019, II, 199 ss.

<sup>74</sup> Di recente, sulla transizione sociale, nell'ambito di un ragionamento più ampio sull'intervento pubblico per la sostenibilità dell'abitare, T. FAVARO, *Transizione sociale e sostenibilità dell'abitare: la «funzione pubblica della casa» tra regolazione e programmazione*, in *Riv. trim. dir. econ., Suppl. n. 4*, 481 ss.

<sup>75</sup> Cfr., nel contesto nazionale, la Missione 5 del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza.

In tale contesto, il legame tra pubblici servizi e coesione sociale/inclusione – seppur non esplicitato nel PNRR italiano<sup>76</sup> – è evidente già dalla lettera del Trattato sul funzionamento dell’Unione Europea. Esso prevede infatti che «in considerazione dell’importanza dei servizi di interesse economico generale nell’ambito dei valori comuni dell’Unione, nonché del loro ruolo nella promozione della coesione sociale e territoriale, l’Unione e gli Stati membri, secondo le rispettive competenze e nell’ambito del campo di applicazione dei trattati, provvedono affinché tali servizi funzionino in base a principi e condizioni, in particolare economiche e finanziarie, che consentano loro di assolvere i propri compiti»<sup>77</sup>. Anche alla luce del diritto positivo, è dunque innegabile come, nell’ambito dei servizi pubblici<sup>78</sup>, quelli locali siano i più idonei a favorire la coesione sociale e l’inclusione nel contesto della comunità, grazie proprio alla sua parziale sottrazione alle logiche di mercato<sup>79</sup>. Si pensi, a titolo d’esempio, all’imposizione di obblighi di servizio pubblico<sup>80</sup> oppure alla necessità che le tariffe vengano definite dagli enti affidanti in modo da perseguire, tra gli altri, «recuperi di efficienza che consentano la

---

<sup>76</sup> Ci si limita in questa sede ad osservare che la riforma dei servizi pubblici locali costituisce una *milestone* nell’ambito della Missione 1 del Piano (Digitalizzazione, innovazione, competitività e turismo).

<sup>77</sup> Art. 14 TFUE.

<sup>78</sup> Bisogna inoltre rilevare come, pur non essendo la nozione di servizio pubblico nazionale totalmente coincidente con la nozione europea di servizio economico di interesse generale (cfr. M. DUGATO, *Servizi pubblici locali*, cit., 1091), la recente riforma del 2022, nel richiamare la tutela della concorrenza, della libertà di stabilimento e di libera prestazione dei servizi (art. 1, comma 3), introduce la nozione di «servizi di interesse economico generale di livello locale», permettendo in qualche misura un “riavvicinamento” alla nozione europea.

<sup>79</sup> Del resto, è stato osservato come «Fulcro della garanzia dei servizi locali è [...] l’ente locale, per il quale tale dimensione si riporta, sul piano storico e, dunque, anche razionale, alle radici istituzionali del suo rapporto con la collettività locale» (E. SCOTTI, *Servizi pubblici locali*, in *Digesto delle discipline pubblicistiche, Aggiornamento*, Torino, 2011, 633). Sui servizi pubblici locali come strumento di inclusione, si veda M. DUGATO, *L’intervento pubblico per l’inclusione, la coesione, l’innovazione e la sostenibilità ed il ruolo del servizio pubblico locale nel Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*, in AA.VV., *Liber amicorum per Marco D’Alberti*, Torino, 2022, 607 ss.

<sup>80</sup> Cfr. art. 12, d.lgs. n. 201/2022.

riduzione dei costi a carico della collettività, in armonia con *gli obiettivi di carattere sociale*<sup>81</sup>.

Ciò premesso, gli obiettivi di coesione sociale e di inclusione sembrano essere spesso minati da fenomeni di grave impatto sociale ed economico, come la c.d. povertà energetica<sup>82</sup> e la crisi idrica<sup>83</sup>. Al contempo, tuttavia, non può sottovalutarsi un'ulteriore problematica, probabilmente meno indagata dalla dottrina<sup>84</sup>, ma foriera di non poche preoccupazioni in termini di inclusione. Ci si riferisce alla *transport poverty*, vale a dire quella «mancanza di adeguati servizi di trasporto necessari per accedere ai servizi e al luogo di lavoro, o incapacità di pagare tali servizi di trasporto», che colpisce più frequentemente soggetti più vulnerabili, anziani e affetti da disabilità<sup>85</sup>. Le criticità sopra delineate si traducono in una “scarsità” del servizio, in grado di creare discriminazioni tra categorie di cittadini.

Venendo ora alla tematica oggetto di analisi, bisogna subito rilevare come siano ormai noti e discussi i possibili effetti pregiudizievoli della transizione digitale: essi vanno dall'exasperazione del *digital divide* tra

---

<sup>81</sup> Art. 26, comma 1, d.lgs. n. 201/2022 (enfasi aggiunta).

<sup>82</sup> Il tema della povertà energetica (definita come «la condizione delle famiglie che non sono in grado di accedere ai servizi energetici essenziali»: considerando n. 1 della Raccomandazione UE 1563/2020 del 14 ottobre 2020 sulla povertà energetica) è divenuto centrale con l'entrata in vigore della Direttiva UE/2019/944 sulle norme comuni per il mercato interno dell'energia elettrica (art. 29). Nel contesto nazionale, cfr. art. 11, d.lgs. 8 novembre 2021, n. 210. Su come le comunità energetiche possano divenire strumenti di inclusione sociale in un contesto di vulnerabilità energetica, interessanti riflessioni sono offerte da A. CAMEDDA, *Il mercato elettrico tra vulnerabilità e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ., Suppl. n. 4*, 2022, 543 ss.

<sup>83</sup> Crisi di cui sembra aver preso atto anche il legislatore. Si pensi, ad esempio, al recente “Decreto Siccità” (d.l. 14 aprile 2023 n. 39, conv. con modif. in l. 13 giugno 2023 n. 68), che ha istituito una cabina di regia per la crisi presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri (art. 1), disciplinando al contempo l'esercizio di poteri sostitutivi in caso di inerzia nella progettazione/esecuzione di interventi.

<sup>84</sup> Tuttavia, interessanti e ampie riflessioni sul punto sono offerte da S. RANCHORDÁS, *Smart mobility, transport poverty and the legal framework of inclusive mobility*, in M. FINCK, M. LAMPING, V. MOSCON, H. RICHTER (a cura di), *Smart Urban Mobility: Law, Regulation, and Policy*, Berlin, 2020, 61 ss.

<sup>85</sup> Così, secondo la definizione offerta dallo studio dello European Parliament Research Service, *Understanding transport poverty, at a glance*, 26 ottobre 2022 (traduzione di chi scrive): il documento ricostruisce l'attuale dibattito in materia in seno alle istituzioni europee (dibattito che, tuttavia, sembra non essere stato ancora portato a compimento).

cittadini (anche con riferimento alle aree in cui questi vivono, a seconda che siano più o meno servite dalla tecnologia)<sup>86</sup> alle possibili violazioni della riservatezza dei privati<sup>87</sup>. Ancora, il ricorso eccessivo all'elaborazione dei *big data* potrebbe comportare la possibile "oggettivizzazione" del cittadino, che si trasforma, tramite la cessione dei propri dati, da partecipante al processo decisionale pubblico in un «object of control»<sup>88</sup>.

Per questi motivi, succintamente richiamati, ad una lettura unicamente superficiale, dunque, i possibili effetti pregiudizievoli connessi alle tecnologie digitali potrebbero indurre la percezione che la transizione digitale contrasti con i principi di inclusione e coesione sociale. In realtà, si può comunque osservare come si tratti di una preoccupazione infondata. Il regolatore da tempo ha preso atto delle potenzialità delle tecnologie digitali nel perseguire inclusione e coesione sociale.

Ci si limita qui ad un solo esempio significativo che mette in luce proprio questo aspetto. Il c.d. Codice europeo delle comunicazioni elettroniche ha infatti definito il servizio universale come «una rete di sicurezza per garantire almeno la disponibilità di un insieme minimo di servizi per tutti gli utenti finali e a prezzo abbordabile per i consumatori, dove il rischio di esclusione sociale derivante dalla mancanza di tale accesso impedisce ai cittadini di partecipare pienamente alla vita

---

<sup>86</sup> Su come la pandemia di Covid-19 abbia invero esasperato questo divario, si veda M. DE ANGELIS, *Capacità amministrativa e servizi integrati in una prospettiva post pandemica: rigenerazione e innovazione per i piccoli Comuni*, in AA.VV., *Liber amicorum per Marco D'Alberti*, Torino, 2022, 344.

<sup>87</sup> Si veda, nell'ambito di un ragionamento più ampio sulla tutela della riservatezza, precedente all'entrata in vigore del GDPR, M. RABITTI, *Smart City e tutela dei consumatori*, in G. OLIVIERI, V. FALCE (a cura di), *Smart cities e diritto dell'innovazione*, Milano, 2016, spec. 333 ss., la quale osserva come «i dati personali sono [...] la linfa vitale per la *smart city* e per tutta l'economia digitale. [...] Ovviamente, le nuove tecnologie portano con sé anche nuovi rischi e dobbiamo guardare alla tutela dei dati personali in un contesto più ampio che garantisca anche e soprattutto la sicurezza dei cittadini».

<sup>88</sup> Cfr. E. KEYMOLEN, A. VOORWINDEN, *Can we negotiate? Trust and the rule of law in the smart city paradigm*, in *International Review of Law, Computers & Technology*, 2020, XXXIV, 3, spec. 243 ss. In questo senso, si vedano anche le riflessioni di T. FAVARO, *Verso la smart city: sviluppo economico e rigenerazione urbana*, in *Rivista giuridica dell'edilizia*, 2020, II, 112.

sociale ed economica»<sup>89</sup>. Nell'ambito del Codice delle comunicazioni elettroniche nazionale (il quale prevede, peraltro, che la disciplina delle reti sia volta a «promuovere lo sviluppo in regime di concorrenza delle reti e servizi di comunicazione elettronica, ivi compresi quelli a larga banda e la loro diffusione sul territorio nazionale, *dando impulso alla coesione sociale ed economica anche a livello locale*»<sup>90</sup>), si stabilisce che «su tutto il territorio nazionale i consumatori hanno diritto ad accedere a un prezzo accessibile, tenuto conto delle specifiche circostanze nazionali, a un adeguato servizio di accesso a internet a banda larga e a servizi di comunicazione vocale, che siano disponibili, al livello qualitativo specificato, ivi inclusa la connessione sottostante, in postazione fissa, da parte di almeno un operatore»<sup>91</sup>. In altre parole, l'accesso ad una tecnologia come Internet a banda larga permette di superare, ad esempio, divari sociali e territoriali<sup>92</sup>.

Guardando poi alle esperienze di regolazione dei servizi pubblici di rilevanza economica poc' anzi accennate (par. 2), seppur caratterizzate da una certa frammentazione e “settorializzazione”, emerge in modo chiaro l'attenzione per gli obiettivi dell'inclusione e della coesione sociale.

A titolo esemplificativo, si pensi ai principi a cui sono informate le regolazioni in questione: oltre ai principi di digitalizzazione, di partecipazione, di sviluppo sostenibile e di protezione ambientali,

---

<sup>89</sup> Considerando n. 212, Direttiva UE 2018/1972 del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 dicembre 2018 che istituisce il codice europeo delle comunicazioni elettroniche (rifusione).

<sup>90</sup> Art. 4, comma 2, lett. e), d.lgs. 1° agosto 2003 n. 259 (enfasi aggiunta).

<sup>91</sup> Art. 94, comma 1, d.lgs. n. 259/2003. Il 14 dicembre 2022, l'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni (AGCOM) ha indetto una consultazione pubblica al fine di «definire il servizio di accesso adeguato a internet a banda larga» mentre «le valutazioni sull'eventuale imposizione di obblighi di fornitura del servizio universale saranno oggetto di un successivo apposito procedimento istruttorio» (AGCOM, *Delibera n. 421/22/CONS, Avvio della Consultazione pubblica relativa al procedimento istruttorio concernente la definizione del servizio di accesso adeguato a Internet a banda larga necessario per la partecipazione sociale ed economica alla società*, Allegato B, 15).

<sup>92</sup> «La connettività costituisce una componente fondamentale della trasformazione digitale. Riveste un'importanza strategica per la crescita e l'innovazione in tutti i settori economici dell'Unione e ai fini della coesione sociale e territoriale» (Comunicazione della Commissione europea, *Orientamenti in materia di aiuti di Stato a favore delle reti a banda larga*, 2023/C 36/01 § 1).

vengono richiamati quelli di inclusione e coesione sociale, di non discriminazione, di sostenibilità sociale ed economica (da intendersi come capacità di garantire la salute, il benessere e la qualità della vita dei cittadini), nonché di accessibilità universale<sup>93</sup>.

Se si guarda poi ai “nuovi” *istituti*, attuativi dei principi poc’anzi tratteggiati, possiamo sicuramente menzionare almeno l’esperienza tedesca: la strategia sull’acqua mette infatti in luce il rischio di *water poverty* e invita pertanto – in un contesto non necessariamente legato a quello del GDPR – il legislatore a normare le modalità di raccolta dei dati sull’acqua e a garantire la sicurezza tecnologica delle infrastrutture idriche. Ciò, presumibilmente al fine di individuare possibili criticità (perdite idriche, scarsità del servizio) ed intervenire.

Si pensi, ancora, alla scelta di istituire delle *sandboxes regolamentari*<sup>94</sup>, come nell’esperienza francese in materia di *smart grids*, in cui molte tecnologie sono sottoposte a questo speciale regime regolatorio che permette di testare, in modo supervisionato, delle innovazioni. L’istituto della *sandbox* ha un numero potenzialmente elevatissimo di applicazioni: potrebbe essere estensibile anche, ad esempio, al servizio idrico integrato<sup>95</sup>.

Venendo ora al contesto nazionale richiamato in apertura (par. 3), nelle more dell’adozione di possibili, ulteriori decreti che auspicabilmente disciplinino la transizione digitale dei servizi pubblici locali<sup>96</sup>, quale dovrebbe essere dunque il ruolo degli enti locali nel coniugare l’obiettivo della transizione digitale con gli altri obiettivi – equivalenti – di coesione sociale ed inclusione? Come sono state finora affrontate siffatte problematiche dal diritto?

Ci si limita in questa sede a uno spunto di riflessione. Una possibilità potrebbe essere quella di “adeguare”/funzionalizzare<sup>97</sup> le previsioni in

<sup>93</sup> Cfr. art. 5, §§ 2, 3, 4, 7, Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit.

<sup>94</sup> Su cui si rinvia al § 2.1.

<sup>95</sup> Si consideri un sistema di intelligenza artificiale in grado di monitorare lo stato delle reti e le possibili perdite (grazie anche all’analisi del rischio), nonché di garantire interventi di manutenzione/riparazione più mirati.

<sup>96</sup> La legge delega, infatti, fa riferimento a più «decreti».

<sup>97</sup> Per una riflessione recente sulla funzionalizzazione della vicenda contrattuale dei contratti pubblici, si rinvia allo studio di E. GUARNIERI, *Funzionalizzazione e unitarietà della vicenda contrattuale negli appalti pubblici*, Bologna, 2022.

materia di affidamento del servizio pubblico locale<sup>98</sup>. L'“adeguamento” potrebbe avvenire su due livelli, a seconda se sia previsto il ricorso al mercato o meno.

Se si opta per il *ricorso al mercato (outsourcing)*<sup>99</sup>, il bando di gara potrebbe certamente divenire la sede per attuare il principio di promozione di investimenti in innovazione tecnologica, dal momento che, ai fini della scelta dell'operatore, gli enti locali dovrebbero incoraggiarlo a fare uso di soluzioni tecnologiche a supporto delle attività di servizio pubblico. I criteri di scelta del contraente che fa uso di soluzioni tecnologiche potrebbero poi riguardare la previsione di garanzie di trasparenza, di non discriminazione, di gestione dei rischi e di sorveglianza umana<sup>100</sup>, anche al fine di favorire la coesione e l'inclusione sociale.

Si consideri, ad esempio, la scelta del gestore del servizio di trasporto pubblico locale. Ecco allora che l'ente locale potrebbe preferire quegli operatori che propongono soluzioni innovative, come sperimentazioni “augmented” basate su segnali acustici/vibrotattili che permettono agli individui di comprendere la propria localizzazione: queste potrebbero infatti aiutare soggetti vulnerabili, ipovedenti o ipoudenti, a fruire con più facilità dei mezzi di trasporto pubblico<sup>101</sup>.

Cosa avviene, invece, qualora l'ente locale voglia optare per l'affidamento *in house*? Oggi, a seguito della riforma, è infatti previsto – non diversamente dal passato – che «gli enti locali e gli altri enti competenti adottino la deliberazione di affidamento del servizio *sulla*

---

<sup>98</sup> Come noto, il nuovo testo normativo ne prevede tre: la procedura ad evidenza pubblica, l'affidamento *in house* e l'affidamento a società mista (artt. 14-20, d.lgs. 201/2022).

<sup>99</sup> Per cui trova applicazione la disciplina del Codice dei contratti pubblici (art. 15).

<sup>100</sup> Come, ad esempio, anche suggerito dalle *AI Procurement Guidelines* del 2020 elaborate dal Governo inglese: <https://www.gov.uk/government/publications/guidelines-for-ai-procurement/guidelines-for-ai-procurement>.

<sup>101</sup> Alcuni esempi sono riferiti da D. SOBNATH, I. UR REHMAN, M.M. NASRALLA, *Smart Cities to Improve Mobility and Quality of Life of the Visually Impaired*, in S. PAIVA (a cura di), *Technological Trends in Improved Mobility of the Visually Impaired*, Berlin, 2020, 3 ss. Su come le tecnologie digitali potrebbero contribuire ad attuare i principi di imparzialità e uguaglianza a cui dovrebbe essere informato il rapporto d'utenza, sia consentito rinviare a M.B. ARMIENTO, *Intelligenza artificiale e servizio di trasporto pubblico locale di linea nella smart city*, cit., 214 ss.



*base di una qualificata motivazione che dia espressamente conto delle ragioni del mancato ricorso al mercato ai fini di un'efficiente gestione del servizio»<sup>102</sup>.*

In tale contesto, in prospettiva, l'ente locale potrebbe giustificare la gestione *in house*, qualora la società *abbia già a disposizione* soluzioni tecnologiche che favoriscano maggiormente l'inclusione e la coesione sociale, la sostenibilità economica e ambientale rispetto a quelle reperibili sul mercato. In altre parole, dunque, la motivazione in questione dovrebbe illustrare, in conformità al dettato normativo, proprio quei «benefici per la collettività [...] con riguardo agli investimenti, alla qualità del servizio, ai costi dei servizi per gli utenti, all'impatto sulla finanza pubblica, nonché agli obiettivi di universalità, socialità, tutela dell'ambiente e accessibilità dei servizi, anche in relazione ai risultati conseguiti in eventuali pregresse gestioni *in house*»<sup>103</sup>.

### 3.2. ...e per “personalizzare” l'offerta del servizio pubblico locale

Il secondo profilo di cui l'ente locale dovrebbe tenere conto, nel fronteggiare la transizione digitale, riguarda le modalità con cui questa consente al gestore di personalizzare l'offerta del servizio e di soddisfare la domanda del cittadino-utente.

*Prima facie*, la possibilità che forme più o meno avanzate di digitalizzazione permettano di supportare autorità e gestori nell'offerta di un servizio pubblico qualitativamente e quantitativamente più efficiente appare immediata, se non addirittura “scontata”. Con

---

<sup>102</sup> Così, secondo l'art. 17, comma 2, d.lgs. n. 201/2022. Si può altresì richiamare la previsione di cui all'art. 32, comma 2, d.lgs. n. 201/2022 che, per quanto riguarda le modalità di gestione e affidamento del servizio di trasporto pubblico locale, fa salve quelle già previste dalla disciplina di settore, rinviando comunque al già citato art. 17 del decreto.

<sup>103</sup> Art. 17, comma 2, d.lgs. n. 201/2022. A completamento di quanto precede, si può osservare che, ai sensi della nuova normativa, l'ente locale deve pubblicare sul proprio sito e su quello dell'ANAC la relativa deliberazione (art. 31, comma 2, d.lgs. n. 201/2022). In questo caso, ai fini di trasparenza, potrebbero essere resi noti, in modo comunque comprensibile, non solo l'utilizzo di soluzioni tecnologiche da parte del gestore *in house* e le finalità per cui queste sono state adottate, ma anche i dati che alimentano il sistema, i rischi associati al sistema, nonché la possibilità di revisionare gli output.

riferimento ad altri ambiti, diversi dal servizio pubblico (su tutti, si pensi a quello finanziario), sono stati infatti largamente e puntualmente indagati prospettive e limiti dell'uso di algoritmi, *big data analytics* e intelligenza artificiale nell'offerta di servizi<sup>104</sup>.

Ciò che invece può essere oggetto di ulteriore riflessione riguarda il “contenuto” e la “funzione” dell'offerta, supportata dalla digitalizzazione, del servizio pubblico locale. Muovendo dunque da alcune riflessioni già svolte da attenta dottrina, sorgono almeno due interrogativi.

Il primo. È noto come l'offerta del servizio pubblico locale miri a «rispond[ere] alle esigenze delle comunità di riferimento e alla soddisfazione dei bisogni dei cittadini e degli utenti»<sup>105</sup>. Si tratta di bisogni che, per loro natura, possono mutare nel tempo, assumendo nuove caratteristiche. Quali potrebbero essere questi «nuovi bisogni e bisogni inattesi»<sup>106</sup>, a cui la transizione digitale dei servizi pubblici locali può dare una risposta?

Si consideri ancora una volta il disegno di legge spagnolo sulla mobilità sostenibile. Quest'ultimo ha codificato un *diritto alla mobilità sostenibile*, che viene riconosciuto a tutti i cittadini<sup>107</sup>. All'interno della normativa, il sistema di mobilità sostenibile è stato pertanto concepito nell'ottica di soddisfare – anche tramite la digitalizzazione – alcuni bisogni certamente “tradizionali”: «favorire lo svolgimento delle loro attività personali, imprenditoriali e commerciali». Al contempo, ha posto l'accento su bisogni “emergenti” come «soddisfare le esigenze

---

<sup>104</sup> Cfr., ad esempio, V. FALCE, G. FINOCCHIARO, *La «digital revolution» nel settore finanziario. Una nota di metodo*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, I, 313 ss.; R. LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, III, 267 ss. Inoltre, l'uso di algoritmi e *big data* ha portato alcuni autori ad interrogarsi anche sulla loro possibilità di personalizzare il diritto stesso: sul rapporto tra *rules* e *standards*, si vedano R. PARDOLESI, A. DAVOLA, “*Algorithmic legal decision making*”: *la fine del mondo (del diritto) o il paese delle meraviglie?*, in *Questione Giustizia*, 2020, I, 104 ss.

<sup>105</sup> Cfr. art. 3, comma 1, d.lgs. n. 201/2022.

<sup>106</sup> L'espressione è di M. DUGATO, *La crisi del concetto di servizio pubblico locale tra apparenza e realtà*, in *Dir. amm.*, 2020, III, 510 ss., il quale rileva come i bisogni di questo tipo, «generati da momenti straordinari trovano proprio nel concetto di servizio pubblico la protezione necessaria».

<sup>107</sup> Art. 4, §1, Anteproyecto de Ley de Movilidad Sostenible, cit. La traduzione nel testo che segue è di chi scrive.

delle persone svantaggiate e delle aree colpite da processi di spopolamento, in particolare prestando attenzione ai casi di mobilità quotidiana».

Veniamo al secondo interrogativo, che è connesso al primo. Esso necessita tuttavia di una premessa. È innegabile che «la tecnologia stia innovando profondamente non solo i mercati ma anche abitudini e preferenze dei consumatori» e che «il nuovo approccio regolatorio [...] ha spostato il baricentro dal lato dell’offerta a quello della domanda proprio in quanto ha riconosciuto al consumatore un ruolo centrale e dinamico»<sup>108</sup>. Questo ha portato la scienza giuridica ad interrogarsi sulla configurazione odierna del consumatore in termini, ad esempio, di *prosumer* (espressione che indica come un soggetto sia al contempo produttore e consumatore/cliente)<sup>109</sup>, di «consumatore iper-

---

<sup>108</sup> Così, L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell’era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 19, nell’ambito di una riflessione sulla nuova figura del c.d. consumatore digitale, introdotta dal *New Deal for Consumers* del 2018, sfociato poi nella Direttiva UE/2019/2161 (c.d. Omnibus), recepita con d.lgs. 18 marzo 2023 n. 23.

<sup>109</sup> L’espressione è divenuta nota con riferimento ai consumi energetici: cfr. il provvedimento dell’ARERA n. 188/2012/E/com, all. A, ed il provv. n. 286/2014/R/com, all. A. Nella normativa che disciplina oggi i mercati energetici, il *prosumer* è definito “cliente attivo”. Più precisamente si tratta di «un cliente finale ovvero un gruppo di clienti finali ubicati in un edificio o condominio che agiscono collettivamente, che, all’interno dei propri locali, svolgono almeno una delle seguenti funzioni: produzione di energia elettrica per il proprio consumo, accumulo o vendita di energia elettrica autoprodotta, partecipazione a meccanismi di efficienza energetica o di flessibilità, eventualmente per mezzo di un soggetto aggregatore. Tali attività non possono in ogni caso costituire l’attività commerciale o professionale principale di tali clienti» (art. 3, comma 2, del d.lgs. 8 novembre 2021 n. 210, decreto di attuazione della Direttiva UE/2019/944). Per un primo commento alle innovazioni apportate dal c.d. *Winter Package* si rinvia a T. FAVARO, *Regolare la transizione energetica*, cit., spec. cap. II e III; più di recente, si veda M. CLARICH, voce «Energia», in *Enciclopedia del diritto. Funzioni amministrative*, 2022, spec. 453 ss.

connesso»<sup>110</sup> e finanche di *algorithmic consumer* (vale a dire, quel consumatore che «make purchasing decisions via algorithms»)<sup>111</sup>.

Un ragionamento non dissimile – tenuto conto degli stretti rapporti tra la disciplina consumeristica e quella in materia di servizi pubblici – può farsi anche con riferimento al tema oggetto di indagine. In che modo, pertanto, la transizione digitale, soprattutto grazie ai dati “offerti” da cittadini-utenti, talvolta in tempo reale, permette al gestore di “ridisegnare” la tradizionale offerta del servizio pubblico locale e di venire incontro ai nuovi bisogni poc’anzi tratteggiati?

In tale contesto, può essere utile muovere proprio dall’analisi del diritto positivo nazionale. Interessante appare, per esempio, il criterio, previsto nella legge annuale sulla concorrenza e il mercato 2021, relativo alla «razionalizzazione della disciplina concernente *le modalità di partecipazione degli utenti nella fase di definizione della qualità e quantità del servizio*, degli obiettivi e dei costi del servizio pubblico locale e rafforzamento degli strumenti di tutela degli utenti, anche attraverso meccanismi non giurisdizionali»<sup>112</sup>. A ben guardare, nel decreto delegato, il criterio in questione sembra essere stato “recepito” nel principio per cui «Nell’organizzazione e nella erogazione dei servizi di interesse economico generale di livello locale è assicurata la centralità del cittadino e dell’utente, anche favorendo forme di partecipazione attiva»<sup>113</sup> e nella nuova disciplina dei rapporti di

---

<sup>110</sup> F. DI PORTO, *Dalla convergenza digitale-energia l’evoluzione della specie: il consumatore “iper-connesso”*, in *Merc. conc. reg.*, 2016, I, 70, la quale, con riferimento al consumatore energetico, osserva come quest’ultimo finisca per essere “connesso”, tra le altre cose, al mercato stesso tramite applicazioni che, sfruttando i *big data*, riescono ad individuare le offerte migliori e “ritagliate” sul consumatore stesso.

<sup>111</sup> M. GAL, N. ELKIN-KOREN, *Algorithmic consumer*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 2017, XXX, 2, 312.

<sup>112</sup> Art. 8, comma 2, lett. t), l. n. 118/2022.

<sup>113</sup> Art. 3, comma 3, d. lgs. n. 201/2022. A ben guardare, si tratta di una norma non dissimile da quella già prevista dal Codice del consumo, laddove e che agli utenti sia garantita «attraverso forme rappresentative, la partecipazione alle procedure di definizione e di valutazione degli standard di qualità previsti dalle leggi» (art. 101, comma 3, Cod. cons.).

partenariato con enti del Terzo Settore, che apre a forme di amministrazione condivisa<sup>114</sup>.

Questo principio, letto in combinato disposto con la disposizione che prevede l'obbligo del gestore di rendere disponibili all'ente i dati acquisiti/generati nella fornitura dei servizi agli utenti<sup>115</sup> e con la normativa che disciplina la tutela dei dati personali, potrebbe dunque costituire la base giuridica per far sì che i dati "prodotti" dal cittadino-utente possano contribuire a delineare l'offerta del servizio.

La transizione digitale permetterebbe così al gestore di offrire un servizio più vicino alle esigenze del cittadino ("soddisfare i suoi bisogni") e rispettoso, seppur tenendo conto di alcuni limiti propri dell'utente<sup>116</sup>, della "domanda reale". Ancora una volta, un caso

---

<sup>114</sup> Art. 18, d. lgs. n. 201/2022. Sul punto, si rinvia a T. FAVARO, *Piattaforme digitali e nuove forme di gestione dei servizi pubblici locali: il caso delle comunità energetiche*, in corso di pubblicazione.

<sup>115</sup> Art. 24, comma 2, lett. o), d.lgs. n. 201/2022.

<sup>116</sup> Non possono infatti non richiamarsi le riflessioni contenute in F. DI PORTO, *Dalla convergenza digitale-energia l'evoluzione della specie*, cit., 72-75, la quale osserva come il c.d. consumatore iper-connesso non sia né realistico, né reale. Ad avviso dell'A., la regolazione dovrebbe infatti tenere conto dei limiti cognitivi (come i *bias*) che affliggono il consumatore "reale". In questa sede, non ci si sofferma sul rapporto tra regolazione, scienze cognitive e tutela dei consumatori, che non è oggetto del presente contributo, ed è peraltro già affrontato con interessanti riflessioni. Ci si limita ad osservare come, tuttavia, di recente, la nozione di consumatore – e in particolare, nel contesto delle pratiche commerciali scorrette, la nozione di "consumatore medio" («normalmente informato e ragionevolmente attento ed avveduto»: considerando n. 18 della Direttiva CE/2005/29) – sia oggetto di ripensamento, proprio alla luce delle scienze cognitive. Si può menzionare, a tal proposito, l'ordinanza del Consiglio di Stato, sez. VI, 10 ottobre 2022, n. 8650, che ha sollevato questione di pregiudizialità dinanzi alla Corte di Giustizia. Tra le questioni poste, appare interessante la seguente: «*se la nozione di consumatore medio di cui alla Direttiva 2005/29/CE inteso come consumatore normalmente informato e ragionevolmente attento ed avveduto – per la sua elasticità ed indeterminatezza – non debba essere formulata con riferimento alla miglior scienza ed esperienza e di conseguenza rimandi non solo alla nozione classica dell'homo oeconomicus ma anche alle acquisizioni delle più recenti teorie sulla razionalità limitata che hanno dimostrato come le persone agiscono spesso riducendo le informazioni necessarie con decisioni "irragionevoli" se parametrate a quelle che sarebbero prese da un soggetto ipoteticamente attento ed avveduto*, acquisizioni che impongono una esigenza protettiva maggiore dei consumatori nel caso – sempre più ricorrente nelle moderne dinamiche di mercato – di pericolo di condizionamenti cognitivi» (enfasi aggiunta).

paradigmatico è rappresentato dal trasporto pubblico. I dati raccolti mediante sensori posti sui mezzi di trasporto o sul manto stradale, oppure tramite le app usate dagli utenti, possono rivelare al gestore e all'ente locale svariate informazioni. Tra queste, ad esempio, quelle relative al traffico, all'affollamento dei mezzi, ai disservizi e alle irregolarità delle corse. Ciò potrebbe certamente indurre il gestore e l'ente locale a prendere coscienza dello stato del servizio e a porre rimedio ad eventuali criticità.

Emergono, tuttavia, ulteriori “sfide” poste dalla transizione digitale dei servizi pubblici locali di rilevanza economica che i regolatori potrebbero trovarsi a dover fronteggiare. Molti sono infatti gli effetti dirompenti che potrebbero verificarsi su alcune categorie giuridiche “tradizionali” del servizio pubblico locale. Si pensi ancora una volta al trasporto pubblico locale. I *big data* potrebbero far sfumare la tradizionale differenza tra il trasporto di linea e quello non di linea. Nello specifico, la linea di trasporto<sup>117</sup> è, difatti, «intesa nel suo classico significato caratterizzato dall'esistenza di un 'itinerario fisso' e 'dall'offerta indifferenziata al pubblico'»<sup>118</sup>. In che modo questo potrebbe avvenire? Se si tengono a mente i due elementi poc'anzi menzionati, possiamo rilevare come i *big data* potrebbero modificare il concetto di “itinerario fisso”: volendo infatti esemplificare, in futuro, il gestore potrebbe, ad esempio, inviare, a richiesta, più mezzi di trasporto pubblico nelle fermate che i dati segnalano come maggiormente affollate, evitando quelle temporaneamente prive di domanda.

#### 4. *Verso un nuovo ordinamento giuridico dei servizi pubblici locali “digitali”?*

Nelle riflessioni poc'anzi svolte, è stato messo in luce come proprio la transizione digitale possa supportare il regolatore nel perseguire non solo fini di tipo “efficientistico” o ambientalistico, ma anche ulteriori obiettivi come l'inclusione, la coesione e finanche la sostenibilità sociale delle comunità locali. Diventa allora rilevante il ruolo della

---

<sup>117</sup> Vale a dire, come è stato autorevolmente osservato, «un'entità giuridica, che è costituita da una potestà conformativa esercitata dall'autorità amministrativa» (M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1989, 195).

<sup>118</sup> Così, M.A. CARNEVALE VENCHI, voce «*Trasporti pubblici in concessione*», in *Enc. dir.*, XLIV, Milano, 1992, 1105.

regolazione che, come si è visto, dovrà tenere conto non solo di questi obiettivi legati ai processi di transizione economica, ma anche della domanda (quanto più possibile) “reale” da parte dell’utente.

Ma vi è di più. Emergono infatti alcuni interrogativi su come, in concreto, in una prospettiva *de jure condendo*, si dovrà regolare la transizione digitale. Questo complesso processo di normazione verrà ad intrecciarsi inevitabilmente con la recente adozione delle regole di derivazione europea<sup>119</sup>, ma anche e soprattutto con l’*Artificial Intelligence Act*<sup>120</sup>, richiamato in apertura<sup>121</sup>. La proposta, in particolare, contiene una previsione dedicata, seppur parzialmente, ai servizi pubblici di rilevanza economica. Essa, infatti, classifica l’uso dell’intelligenza artificiale nella gestione di alcuni servizi pubblici a rete come un utilizzo ad alto rischio<sup>122</sup>. Di conseguenza, troverebbe applicazione il regime giuridico – più rigoroso – previsto per questi sistemi. Il fornitore dovrebbe pertanto approntare sistemi di gestione dei rischi, strumenti per garantire la qualità dei dati, nonché rispettare requisiti di sorveglianza umana, trasparenza, sicurezza, robustezza, e via dicendo<sup>123</sup>.

Può essere utile qui rifarsi alle riflessioni di chi ha osservato che quello che è stato definito «Stato digitale» sarà caratterizzato da «continuità e discontinuità, adattamento di istituti, nozioni e tecniche tradizionali e introduzione di nuovi istituti e nuovi principi»<sup>124</sup>. È forse

---

<sup>119</sup> Si pensi al già menzionato *Digital Services Act*.

<sup>120</sup> Relativamente al controverso rapporto tra il GDPR e la legge sull’intelligenza artificiale, la relazione illustrativa alla proposta evidenzia, infatti, come «La proposta non pregiudica il regolamento generale sulla protezione dei dati (regolamento (UE) 2016/679) e la direttiva sulla protezione dei dati nelle attività di polizia e giudiziarie (direttiva (UE) 2016/680) e li integra con una serie di regole armonizzate applicabili alla progettazione, allo sviluppo e all’utilizzo di determinati sistemi di IA ad alto rischio nonché di restrizioni concernenti determinati usi dei sistemi di identificazione biometrica remota».

<sup>121</sup> Cfr. § 1.

<sup>122</sup> Nel testo approvato in prima lettura dal Parlamento europeo in data 14 giugno 2023 sono considerati ad alto rischio «i sistemi di IA destinati a essere utilizzati come componenti di sicurezza nella gestione e nel funzionamento della fornitura di acqua, gas, riscaldamento, energia elettrica e infrastrutture digitali critiche».

<sup>123</sup> Cfr. artt. 9-22, Proposta di Regolamento europeo sull’intelligenza artificiale.

<sup>124</sup> L’espressione è di L. TORCHIA, *Lo Stato Digitale e il diritto amministrativo*, in AA.VV., *Liber amicorum per Marco D’Alberti*, Torino, 2022, 492. Si veda, per una

da queste “nuove” prospettive che si dovrebbe ripartire. Pertanto, il regolatore, nelle more, potrebbe cominciare a tenere in considerazione proprio quei “nuovi” problemi a cui il futuro Regolamento intende dare una risposta tramite “nuove” garanzie.

---

riflessione più ampia sul tema, EAD., *Lo Stato Digitale. Una introduzione*, Bologna, 2022.



## **Verso una nuova politica industriale europea competitiva e sostenibile: un'occasione di maggior integrazione tra gli Stati Membri o una deriva verso il protezionismo?**

**SOMMARIO:** 1. Tutto comincia con l'*Inflation Reduction Act* (IRA). – 2. L'IRA e il confronto con i sussidi europei. – 3. La strategia europea verso una politica industriale competitiva e sostenibile: il “Green Deal Industrial Plan”. – 3.1 La revisione della disciplina sugli aiuti di Stato. – 3.2 L'istituzione di nuovi fondi comuni europei. – 3.3 La riforma del Patto di Stabilità. – 4. L'Europa ad un bivio: protezionismo dell'UE o protezionismo delle nazioni?

### *1. Tutto comincia con l'Inflation Reduction Act*

Ad un anno dall'approvazione dell'*Inflation Reduction Act* (IRA)<sup>1</sup>, fortemente voluto dall'amministrazione Biden, emergono già i primi effetti dell'approccio “Buy American” sia in termini di lotta al cambiamento climatico sia con riguardo agli equilibri nei rapporti internazionali. L'IRA, nato con l'obiettivo di supportare in modo significativo il processo di decarbonizzazione dell'economia americana e il passaggio a fonti energetiche alternative e rinnovabili, ha da subito suscitato forti malumori per le possibili ripercussioni sull'industria europea, soprattutto con riguardo ai settori delle auto, dell'energia rinnovabile e delle batterie, a causa della sua natura spiccatamente protezionistica e discriminatoria nei confronti di quelle imprese che non operano sul territorio statunitense<sup>2</sup>.

I primi dati a disposizione evidenziano un significativo incremento di investimenti privati nei settori strategici della transizione ecologica, consentendo così agli USA di raggiungere obiettivi che senza

---

<sup>1</sup> Per la descrizione più in dettaglio del contenuto dell'atto si rimanda al paragrafo successivo.

<sup>2</sup> T. PEARCE, *Inflation Reduction Act: good for the planet, bad for diplomacy*, disponibile all'indirizzo web <https://www.omfif.org/2023/02/inflation-reduction-act-good-for-the-planet-bad-for-diplomacy/>.

l'intervento del governo non sarebbero stati alla portata<sup>3</sup>. Se, da un lato, gli effetti positivi dell'IRA sul clima sono a beneficio di tutti, dall'altro lato i suoi effetti potenzialmente dirompenti sul commercio internazionale hanno costretto l'Europa a correre ai ripari per poter (almeno provare a) reggere il passo con le politiche economiche ed industriali del suo più importante partner commerciale<sup>4</sup>.

Su quale potesse essere la risposta più adeguata da parte dell'Europa si è largamente dibattuto, variando tra chi propendeva per l'adozione di un IRA europeo<sup>5</sup> e chi invece invocava una reazione di segno diverso<sup>6</sup>. L'Unione Europea non è andata in cerca di uno scontro con l'alleato atlantico, ma ha cercato piuttosto di cogliere l'occasione per accelerare quel processo di ripensamento di alcune strategiche politiche europee – già iniziato prima della fase emergenziale innescata dalla pandemia da

---

<sup>3</sup> A. PRINA CERRAI, *Un anno di Ira, risultati e criticità della corsa al clean-tech americano*, in *Formiche* del 16/08/2023; A. PRINA CERRAI, *Ira e materiali critici, l'impatto sulla domanda e le forniture per gli Usa*, in *Formiche* del 21/08/2023.

<sup>4</sup> P. GUERRIERI, *La risposta dell'Europa all'Inflation Reduction Act. Not made in Europe, but made with Europe*, in *Astrid Rassegna* n. 3/2023, 1.

<sup>5</sup> Si è apertamente espresso in questo senso il Presidente francese Macron, il quale ha rilasciato le seguenti dichiarazioni: “*We need a Buy European Act like the Americans, we need to reserve [our subsidies] for our European manufacturers. You have China that is protecting its industry, the U.S. that is protecting its industry and Europe that is an open house.*”. C. CAULCUTT, *Emmanuel Macron calls for 'Buy European Act' to protect regional carmakers. The French president says the EU should copy the US and protect its industry*, in *Politico* del 26 ottobre 2022, disponibile all'indirizzo <https://www.politico.eu/article/emmanuel-macron-buy-european-act-cars-united-states-china/>.

<sup>6</sup> D. KLEIMANN – N. POITIERS – A. SAPIR – S. TAGLIAPIETRA – N. VERON – R. VEUGELERS – J. ZETTELMAYER, *How Europe should answer the US Inflation Reduction Act*, Policy Contribution n. 4/23, Bruegel, disponibile su <https://www.jstor.org/stable/resrep48672>.

Covid 19<sup>7</sup> – necessario per completare le transizioni ecologica e digitale<sup>8</sup>.

L’obiettivo non è, quindi, solo proteggere le imprese dai rischi derivanti dagli effetti dell’IRA sul mercato europeo, ma renderle più competitive e rilanciare il ruolo centrale dell’Europa nell’ambito dell’innovazione digitale e l’attrattività del mercato unico per le imprese impegnate a raggiungere l’obiettivo delle zero emissioni nette.

In quest’ottica lo scorso febbraio la Commissione Europea ha lanciato l’ambizioso “Green Deal Industrial Plan”<sup>9</sup> (di seguito anche GDIP o Piano) che, oltre a riprendere e rafforzare gli impegni già fissati nel “Green Deal Europeo” e nel documento “Fit for 55”, indica le iniziative da intraprendere per “*garantire la leadership industriale dell’UE*”<sup>10</sup>. Tra queste merita particolare attenzione la revisione del quadro normativo in materia di aiuti di Stato, che si pone in continuità con l’approccio già adottato per contrastare gli effetti sull’economia della pandemia da coronavirus e che ha dato vita ad alcune riflessioni di più ampio respiro sul futuro a medio-lungo termine di questa disciplina. Se è vero, infatti, che gli interventi in materia da parte della Commissione Europea hanno assunto negli ultimi anni per lo più la forma del “Temporary framework”, è altrettanto vero che il contesto

---

<sup>7</sup> Il riferimento va (solo per citarne alcuni) a provvedimenti quali il Green Deal europeo (COM(2019) 640 final) e Fit for 55 nell’ambito della transizione ecologica, e il Digital Markets Act (Regolamento (UE) 2022/1925 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale), il Digital Service Act (Regolamento (UE) 2022/2065 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali) e il sull’I.A. (Proposta di Regolamento del parlamento europeo e del consiglio che stabilisce regole armonizzate sull’intelligenza artificiale dell’unione (COM/2021/206 final)) per quanto riguarda la transizione digitale.

<sup>8</sup> Per un’esaustiva trattazione sulle transizioni gemelle si rimanda al volume di M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2022.

<sup>9</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – A Green Deal Industrial Plan for the Net-Zero Age – COM(2023) 62 final.

<sup>10</sup> Sono parole della Presidente della Commissione UE Von Der Leyen in occasione della presentazione del piano lo scorso 1 febbraio. Si rinvia al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_510](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_510).

globale è cambiato in modo radicale, imponendo di conseguenza un adattamento della normativa al mutato scenario<sup>11</sup>.

Un “ritorno ragionato”<sup>12</sup> al ruolo dello Stato nell’economia, necessario e per certi versi inevitabile, deve però far fronte ad alcune problematiche di non facile risoluzione, a partire dalla disparità tra gli Stati Membri per quanto riguarda la disponibilità di risorse da mettere a disposizione a supporto delle proprie politiche industriali nazionali. Una revisione di tale disciplina deve, pertanto, continuare ad avere come obiettivo la tutela del mercato unico dalle possibili distorsioni legate a pratiche anticoncorrenziali dovute ad aiuti pubblici asimmetrici<sup>13</sup>.

Proprio per porre rimedio ai rischi derivanti dalla diversa capacità di spesa dei singoli Stati Membri, la Commissione ha prospettato la creazione di un Fondo sovrano europeo che consenta di finanziare progetti strategici mirati a stimolare la competitività dell’industria

---

<sup>11</sup> Ne sembra pienamente consapevole la Presidente Von Der Leyer che, nel corso di un intervento tenuto lo scorso dicembre 2022 di fronte agli studenti del College d’Europe di Bruges, ha espressamente aperto alla possibilità e alla necessità di rivedere la seppur ben collaudata normativa sugli aiuti di Stato: “*We have to adjust our own rules to make it easier for public investments to power the transition. State aid is a tried and tested tool here in Europe to incentivise business activities for the public interest. (...) Yet, the Inflation Reduction Act should make us reflect on how we can improve our state aid frameworks, and adapt them to a new global environment. First, we must look at how we can make our frameworks more predictable and simple. (...) We are very careful to avoid distortions in our Single Market. But we must also be responsive to the increasing global competition on clean tech. (...) Our state aid frameworks exist to preserve our precious Single Market. But if investments in strategic sectors leak away from Europe, this would only undermine the Single Market. And that is why we are now reflecting on how to simplify and adapt our state aid rules.*”. Disponibile al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/speech\\_22\\_7487](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/speech_22_7487).

<sup>12</sup> Così G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, in *Euro-Balkan Law and Economic Review*, n. 1/2023, 250.

<sup>13</sup> È quanto afferma la stessa commissaria Vestager in un discorso tenuto al Parlamento Europeo lo scorso 13 dicembre 2022 durante il quale ha ribadito la necessità di trovare il giusto equilibrio tra l’esigenza di preservare l’integrità del mercato interno e quella di supportare le imprese impegnate nei settori strategici della transizione verde e della transizione digitale per evitare che queste decidano di operare in paesi terzi rispetto all’Europa. Si rinvia al link: <https://euractiv.it/section/economia-e-sociale/news/la-commissaria-europea-vestager-propone-di-modificare-le-norme-sugli-aiuti-di-stato/>.

europea, a rimediare agli squilibri causati dagli interventi di stampo protezionistico stranieri come l'IRA e alle potenziali distorsioni nei mercati dell'energia e delle materie prime<sup>14</sup>. L'esperienza dei fondi Next Generation EU e SURE ha, infatti, dimostrato come i mercati possano beneficiare di iniziative di questo genere che denotano una maggiore coesione e comunione d'intenti tra gli Stati Membri<sup>15</sup>.

Altrettanto fondamentale per affrontare il divario esistente tra i bilanci degli Stati Membri è la riforma di *governance* fiscale a cui la Commissione Europea lavora fin dal 2020<sup>16</sup>.

Questo lavoro, dopo aver analizzato maggiormente nel dettaglio ciascuno dei citati fronti sui quali l'UE è impegnata, si propone di valutare il possibile impatto che l'adozione di queste nuove *policy* avrà sul futuro del mercato interno e sulla sua regolazione da parte delle istituzioni europee: si continuerà a preferire una visione della competitività legata ad una regolazione aperta e basata sulle dinamiche del mercato, oppure si punterà su una competitività sostenuta da maggiori investimenti pubblici (ad integrazione di quelli privati), soprattutto con riguardo ad alcuni settori più strategici del mercato? A seconda di come l'Europa, infatti, deciderà di attuare in concreto tali proposte di riforma, gli esiti possibili più plausibili sono essenzialmente due e profondamente diversi tra loro: un passo in avanti nel processo di integrazione tra le politiche industriali nazionali degli Stati Membri, oppure, al contrario, un acuirsi delle disarmonie dovuto ad un approccio più orientato al protezionismo a livello nazionale.

---

<sup>14</sup> Disponibile al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip\\_23\\_510](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_23_510).

<sup>15</sup> Sull'importanza di NGEU si veda l'interessante contributo di P.C. PADOAN, *Next Generation EU as a Growth Machine*, in *Astrid Rassegna* n. 3/2023.

<sup>16</sup> In un recente discorso l'ex Presidente della BCE e del Consiglio italiano Mario Draghi ha sottolineato l'importanza di superare la frammentazione che persiste all'interno dell'UE a livello di capacità di spesa per non vanificare il perseguimento degli obiettivi di interesse comune legati al clima e alla sicurezza: *“Europe’s asymmetric fiscal space – with some able to spend much more than others – is fundamentally wasteful when it comes to shared goals like climate and defense. If some countries can spend freely on these goals but others cannot, then the multiplier of all spending is lower, since none are able to achieve climate or military security”*. Disponibile al link: <https://www.nber.org/sites/default/files/202307/15th%20Annual%20Martin%20Feldstein%20Lecture%2C%20Mario%20Draghi.pdf>.

## 2. *L’Inflation Reduction Act (IRA) e il confronto con i sussidi europei*

L’*Inflation Reduction Act (IRA)*<sup>17</sup> rappresenta senza dubbio uno dei più importanti investimenti nell’ambito della lotta al cambiamento climatico da parte degli USA, mettendo a disposizione un budget significativo (si tratta di circa 360 miliardi di dollari nell’arco di 10 anni) per il processo di decarbonizzazione dell’economia americana e il passaggio a fonti energetiche alternative e rinnovabili. Si stima che questo provvedimento possa consentire una riduzione compresa tra il 31 e il 44% – rispetto ai livelli del 2005 – delle emissioni di gas serra entro il 2030<sup>18</sup>.

Il provvedimento si articola su tre linee di intervento: i) sussidi per l’acquisto di auto elettriche, incluse detrazioni fiscali fino a 7500 dollari sia per i consumatori sia per le aziende che scelgono veicoli ad energia pulita; ii) sussidi destinati ai produttori di componenti tecnologiche pulite (tra cui batterie); iii) sussidi per i produttori di energia ad emissioni neutre, di idrogeno e di altri combustibili puliti<sup>19</sup>. Sono previsti, inoltre, incentivi per i cittadini che decideranno di rendere le proprie abitazioni più efficienti dal punto di vista energetico e con un minor impatto sull’ambiente grazie al ricorso a fonti pulite<sup>20</sup>.

Oltre a supportare la transizione ecologica, l’IRA si pone obiettivi di più ampia portata come confermato dalla Segretaria del Tesoro Janet Yellen<sup>21</sup> che, commentandone l’approvazione, ha dichiarato: “*Today is*

---

<sup>17</sup> PUBLIC LAW 117–169 AUG. 16, 2022, 136 STAT. 1818. Il testo integrale del provvedimento è disponibile sul sito istituzionale del Congresso: <https://www.congress.gov/117/plaws/publ169/PLAW-117publ169.pdf>.

<sup>18</sup> J. BISTLINE – N. R. MEHROTRA – C. WOLFRAM, *Economic implications of the climate provisions of the Inflation Reduction Act*, in *Brookings Papers on Economic Activity* del 29 marzo 2023, [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/03/BPEA\\_Spring2023\\_Bistline-et-al\\_unembargoedUpdated.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/03/BPEA_Spring2023_Bistline-et-al_unembargoedUpdated.pdf).

<sup>19</sup> D. KLEIMANN – N. POITIERS – A. SAPIR – S. TAGLIAPIETRA – N. VERON – R. VEUGELERS – J. ZETTELMAYER, *How Europe should answer the US Inflation Reduction Act*, *op. cit.*

<sup>20</sup> M. BARBANELL, *A Brief Summary of the Climate and Energy Provisions of the Inflation Reduction Act of 2022*, 28 ottobre 2022, World Resources Institute, <https://www.wri.org/update/brief-summary-climate-and-energy-provisions-inflation-reduction-act-2022>.

<sup>21</sup> Dichiarazione del 12 agosto 2022 disponibile sul sito <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy0920>.

*an historic day for our country and our economy. The Inflation Reduction Act of 2022 will make America more competitive, lower health and energy costs for families, create high-quality jobs, bolster our energy security, sharply lower emissions, reduce the budget deficit, and increase long-term economic growth”<sup>22</sup>.*

Il provvedimento va, infatti, visto come parte di un più ampio progetto di rilancio a lungo termine, caratterizzato da un massiccio intervento del Governo nell’economia statunitense e già inaugurato con due provvedimenti precedenti all’approvazione dell’IRA: l’“Infrastructure Investment and Jobs Act”<sup>23</sup> e il “CHIPS and Science Act”<sup>24</sup>. Il primo stanziava 550 miliardi di dollari destinandoli principalmente alla rete infrastrutturale federale (soprattutto strade e ponti), al sistema idrico e al potenziamento della rete internet con l’obiettivo di creare nuovi posti di lavoro, di far crescere l’economia e la competitività, garantendo al tempo stesso la sostenibilità e la giustizia sociale<sup>25</sup>. Il secondo prevede investimenti per complessivi 280 miliardi di dollari indirizzati all’aumento della capacità produttiva nel settore dei semiconduttori, oltre al sostegno alla ricerca e alla commercializzazione di tecnologie all’avanguardia (tra cui il calcolo quantistico, l’I.A. e le nanotecnologie) e alla creazione di nuovi centri regionali high-tech<sup>26</sup>.

Se, quindi, da un lato le iniziative intraprese dall’amministrazione Biden sono da accogliere con favore per l’impatto positivo che avranno sul processo di transizione ecologica e sulla sua sostenibilità da un

---

<sup>22</sup> Parte del budget dell’IRA è, infatti, destinato a coprire i costi dell’“*Affordable Care Act Extension*”, che consente di estendere fino al 2025 la durata di sussidi destinati alle fasce più povere della popolazione per assicurarsi la copertura assicurativa sanitaria.

<sup>23</sup> PUBLIC LAW 117-58 NOV. 15, 2021, 135 STAT. 429. Disponibile al link: <https://www.congress.gov/117/plaws/publ58/PLAW-117publ58.pdf>.

<sup>24</sup> PUBLIC LAW 117-167 AUG. 9, 2022, 136 STAT. 1366. Disponibile al link: <https://www.congress.gov/117/plaws/publ167/PLAW-117publ167.pdf>.

<sup>25</sup> *Updated Fact Sheet: Bipartisan Infrastructure Investment and Jobs Act*, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2021/08/02/updated-fact-sheet-bipartisan-infrastructure-investment-and-jobs-act>.

<sup>26</sup> *Fact Sheet: CHIPS and Science Act Will Lower Costs, Create Jobs, Strengthen Supply Chains, and Counter China*, <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/statements-releases/2022/08/09/fact-sheet-chips-and-science-act-will-lower-costs-create-jobs-strengthen-supply-chains-and-counter-china/>.

punto di vista sociale, dall'altro lato la matrice fortemente protezionistica mette a dura prova i rapporti economici e commerciali tra le due sponde dell'Atlantico<sup>27</sup>. Presupposto per accedere ai sussidi e ai crediti d'imposta messi a disposizione, infatti, è che le imprese beneficiarie siano localizzate all'interno degli Stati Uniti o dell'area NAFTA (Messico e Canada) o utilizzino componenti realizzate all'interno dei medesimi territori<sup>28</sup>, in aperta violazione del principio di non discriminazione previsto dalle regole del WTO<sup>29</sup>.

Questa impostazione rappresenta la principale (e determinante) differenza rispetto agli incentivi e sussidi previsti in Europa con riferimento ai medesimi settori interessati dall'IRA. Anche l'Unione Europea, infatti, si è fatta promotrice di diverse iniziative a supporto della transizione ecologica, seppur in modo più frammentato rispetto all'approccio statunitense, essendo "sparse" in vari provvedimenti<sup>30</sup> piuttosto che in uno unico come l'IRA<sup>31</sup>.

Da un punto di vista quantitativo gli incentivi previsti dall'UE per l'acquisto di veicoli elettrici non si discostano molto da quelli introdotti con l'IRA (si parla di 6000 euro contro 7500 dollari), così come simili sono gli investimenti nel settore della produzione di componenti tecnologiche pulite (35 miliardi di euro contro 37 miliardi di dollari)<sup>32</sup>. A fare la differenza non è tanto, quindi, l'ammontare delle misure adottate a sostegno della lotta al cambiamento climatico, quanto i

---

<sup>27</sup> M. BUTI – M. MESSORI, *Resetting the EU's business model after the watershed*, EPC's Discussion Paper del 13 Febbraio 2023, 7.

<sup>28</sup> Per un'analisi dettagliata del contenuto e della portata dell'IRA si veda il documento "*Building a clean energy economy: a guidebook to the inflation reduction act's investments in clean energy and climate action*" pubblicato sul sito web della Casa Bianca: <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2022/12/Inflation-Reduction-Act-Guidebook.pdf>.

<sup>29</sup> P. GUERRIERI, *op. cit.*, 2 e 3.

<sup>30</sup> Il riferimento va, tra gli altri, ai sussidi, prestiti e sconti fiscali previsti in provvedimenti quali NGEU, *EU Innovation Fund*, *EU Innovation Council* e *Important Projects of Common European Interest* (IPCEI), oltre che nei provvedimenti adottati a livello nazionale dai vari Stati Membri.

<sup>31</sup> D. KLEIMANN – N. POITIERS – A. SAPIR – S. TAGLIAPIETRA – N. VERON – R. VEUGELERS – J. ZETTELMEYER, *Green tech race? The US Inflation Reduction Act and the EU Net Zero Industry Act*, in *The World Economy*, 2023, 00, 1.

<sup>32</sup> D. KLEIMANN – N. POITIERS – A. SAPIR – S. TAGLIAPIETRA – N. VERON – R. VEUGELERS – J. ZETTELMEYER, *How Europe should answer the US Inflation Reduction Act*, *op. cit.*, 6.



presupposti per potervi accedere: le misure europee non introducono alcuna discriminazione nei confronti di imprese straniere. Inoltre, sempre da un punto di vista qualitativo, le iniziative europee sono maggiormente finalizzate allo sviluppo di nuove tecnologie piuttosto che al consolidamento di quelle già esistenti come invece fa l'IRA<sup>33</sup>. Infine, i sussidi europei sono percepiti come più complessi da ottenere a livello burocratico e, di conseguenza, più lenti e adatti per iniziative a medio-termine<sup>34</sup>.

### 3. *La strategia europea verso una politica industriale competitiva e sostenibile: il "Green Deal Industrial Plan"*

Nonostante l'intento principale dell'IRA fosse quello di rilanciare la competitività delle imprese statunitensi nel confronto con quelle cinesi nel campo dell'innovazione tecnologica, i suoi "effetti collaterali" rischiano di ripercuotersi sia sugli scambi commerciali a livello globale sia, come già sottolineato, sulla competitività del mercato europeo, essendo in grado di incidere sulle scelte di localizzazione della produzione in quei settori interessati dalle agevolazioni in esso previste.

Non sorprende, quindi, che le prime reazioni a livello europeo siano andate nel senso di suggerire un approccio simile a quello statunitense, ovvero di tutela e favore nei confronti delle imprese localizzate in Europa.

Tuttavia, la reazione dell'Unione Europea non sembra essere orientata a seguire l'esempio statunitense, né a far valere la violazione delle regole del WTO da parte degli USA per non compromettere le relazioni con l'alleato transatlantico, con il quale è stato anzi avviato un dialogo proprio per offrire una risposta alle preoccupazioni dell'UE attraverso la *EU-U.S. Task Force on the Inflation Reduction Act*<sup>35</sup>.

---

<sup>33</sup> *Ibidem*, 7.

<sup>34</sup> D. KLEIMANN – N. POITIERS – A. SAPIR – S. TAGLIAPIETRA – N. VERON – R. VEUGELERS – J. ZETTELMEYER, *Green tech race? The US Inflation Reduction Act and the EU Net Zero Industry Act*, *op. cit.*, 7.

<sup>35</sup> In un comunicato congiunto dello scorso 10 marzo del Presidente Biden e della Presidente Von Der Leyen, è stata sottolineata l'importanza della collaborazione così strutturata: "*The EU-U.S. Task Force on the Inflation Reduction Act has productively deepened our partnership on these common goals, and has taken practical steps forward on identified challenges to align our approaches on strengthening and securing supply chains, manufacturing, and innovation on both sides of the Atlantic*".

L'Europa ha deciso di puntare, invece, a rendere più attrattivo il mercato unico attraverso un piano strutturale – il cui lancio è avvenuto in momento senz'altro non casuale rispetto all'entrata in vigore dell'IRA – che mira a rilanciare la competitività dell'industria europea operando su diversi fronti: il “Green Deal Industrial Plan”<sup>36</sup>. Analogamente all'IRA, il Piano europeo ha come obiettivo principale quello di supportare e accelerare il processo di transizione verso la neutralità climatica, incentivando la competitività dell'industria specializzata nelle tecnologie a zero emissioni nette e garantendo al contempo l'inclusione sociale<sup>37</sup>.

Il piano si basa su quattro pilastri: i) un contesto normativo semplificato, maggiormente prevedibile e veloce che consenta il necessario approvvigionamento delle materie prime e che garantisca agli utenti di beneficiare dei costi contenuti delle rinnovabili<sup>38</sup>; ii) un accesso più rapido ai finanziamenti per la produzione di tecnologie pulite sia attraverso una revisione del quadro temporaneo per gli aiuti di Stato in caso di crisi e transizione e la revisione del regolamento generale di esenzione per categoria sia agevolando l'accesso ai fondi UE esistenti (come REPowerEU, InvestEU e il Fondo per l'innovazione) e creandone uno nuovo a medio termine (il Fondo per la sovranità europea); iii) il miglioramento delle competenze e la riqualificazione delle industrie strategiche per far sì che le transizioni gemelle siano sostenibili anche dal punto di sociale<sup>39</sup>; iv) il

---

Disponibile al link:  
[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement\\_23\\_1613](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/statement_23_1613).

<sup>36</sup> Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, A green deal industrial plan for the net-zero age, COM(2023) 62 final.

<sup>37</sup> Disponibile al link: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/green-deal-industrial-plan_en).

<sup>38</sup> A tal fine è prevista l'elaborazione di una serie di provvedimenti tra cui i) il “Net-Zero Industry Act” che mira ad individuare gli obiettivi dell'industria a zero emissioni nette per elaborare il quadro regolatorio più idoneo; ii) il “Critical Raw Materials Act” il cui obiettivo è garantire l'accesso a quei materiali, come le terre rare, essenziali per la produzione di tecnologie chiave; iii) la riforma del mercato dell'energia elettrica per consentire ai consumatori di beneficiare di energie rinnovabili a basso costo.

<sup>39</sup> Per sviluppare le competenze necessarie per realizzare la transizione verde, la Commissione intende istituire accademie dell'industria a zero emissioni nette

rafforzamento della cooperazione globale e lo sviluppo di accordi di libero scambio e partenariati industriali per tecnologie pulite e zero emissioni nette sulla base degli impegni assunti con i partner dell'UE e dei lavori dell'Organizzazione mondiale del commercio.

### 3.1 *La revisione della disciplina sugli aiuti di Stato*

Il secondo pilastro del “Green Deal Industrial Plan” è dedicato alle misure necessarie a rendere più rapido e agevole l'accesso agli investimenti e ai finanziamenti per la produzione di tecnologie pulite in Europa. Così come l'“Inflation Reduction Act”, anche il Piano europeo riconosce l'importanza del ruolo dello Stato e delle risorse pubbliche messe a disposizione per il processo di transizione climatica. In questo contesto, fatto di molteplici e inanellate crisi che si sono rapidamente susseguite e di altrettante sfide da queste innescate, l'Europa conferma infatti di essere entrata in una fase caratterizzata dall'esigenza di poter contare su una guida centrale e sul supporto di investimenti pubblici.

Oltre, infatti, a ribadire la necessità di attrarre e agevolare gli investimenti privati, indispensabili per il perseguimento degli obiettivi della transizione verde<sup>40</sup>, il Piano dedica grande attenzione allo strumento che ha consentito negli ultimi anni di offrire risposte immediate alle crisi economiche innescate dalla pandemia prima e dalla guerra in Ucraina poi, ovvero la maggior flessibilità concessa agli Stati

---

impegnate nel miglioramento delle competenze e nella riqualificazione nelle industrie strategiche, agevolare l'accesso dei cittadini di paesi terzi ai mercati del lavoro dell'UE in settori prioritari e promuovere e allineare i finanziamenti pubblici e privati per lo sviluppo delle competenze.

<sup>40</sup> Il Piano dedica al ruolo degli investimenti privati il paragrafo 2.2.3, concentrandosi soprattutto sulla necessità di intensificare gli sforzi dell'UE per la realizzazione del mercato unico dei capitali, che consentirebbe agli investitori di essere meno dipendenti dalle banche per ottenere i finanziamenti da impiegare nelle transizioni verde e digitale. Altrettanto importante è migliorare il quadro normativo della finanza sostenibile in Europa, così come sottolineato nella Comunicazione della Commissione del 6.7.2021 COM(2021) 390 final “Strategy for Financing the Transition to a Sustainable Economy” (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:52021DC0390>).

Membri nel supportare le proprie economie nazionali attraverso gli aiuti di Stato<sup>41</sup>.

È di fondamentale importanza che l'UE continui a sovrintendere l'applicazione di tale disciplina per assicurarsi che le risorse pubbliche nazionali confluiscono verso il perseguimento di obiettivi di interesse comune e non vengano, al contrario, destinate discrezionalmente a una gara tra campioni nazionali<sup>42</sup>.

Il "Green Deal Industrial Plan" intende estendere tale flessibilità con riguardo ai settori individuati e per un tempo definito – fino alla fine del 2025 – articolando la modifica della disciplina degli aiuti di Stato lungo cinque assi, quattro dei quali inseriti all'interno del Temporary Crisis and Transition Framework (TCTF)<sup>43</sup>. Si tratta in particolare: i) della semplificazione degli aiuti per la diffusione di energie rinnovabili, dello stoccaggio dell'energia e dei regimi per la decarbonizzazione dei processi di produzione industriale eliminando l'obbligo di una procedura di gara competitiva; ii) della semplificazione degli aiuti destinati al processo di decarbonizzazione dell'industria mediante una riconversione a combustibili derivati dall'idrogeno; iii) della previsione di schemi di sostegno agli investimenti semplici ed efficaci per la produzione di tecnologie strategiche a zero emissioni nette, fornendo aiuti fino a una determinata percentuale dei costi e degli importi nominali, a seconda dell'ubicazione dell'investimento e delle dimensioni del beneficiario (inclusa la possibilità di concedere aiuti di importo superiore laddove ciò sia necessario per eguagliare

---

<sup>41</sup> Per un approfondimento sulla nozione di Aiuto di Stato, che meriterebbe uno spazio più ampio di quanto non sia possibile fare in questa sede, si rimanda ai seguenti contributi: A. BIONDI – O. STEFAN, *The Notice on the Notion of State Aid : Every light has its shadow*, in *The Modernisation of EU State Aid Control – Evolution and Perspectives of the EU Rules on State Aids and Services of General Economic Interest*, a cura di B. NASCIMBENE – A. DI PASCALE, Berlino, 2018, 43-61; K. BACON, *European Union Law of State Aid*, Oxford, 2017; A. BIONDI, *Gli Aiuti di Stato*, in *La Concorrenza*, a cura di A. FRIGNANI – R. PARDOLESI, Torino, 2006, 447-488.

<sup>42</sup> M. ANDHOV – A. BIONDI – L. RUBINI, *Regulating for a Sustainable and Resilient Single Market: Challenges and Reforms in the Areas of State Aid, Competition, and Public Procurement Law*, 43.

<sup>43</sup> Il nuovo quadro temporaneo di crisi e transizione è stato approvato dalla Commissione lo scorso 9 marzo e va a modificare e prorogare in parte il quadro temporaneo di crisi, adottato il 23 marzo 2022 per consentire agli Stati membri di sostenere l'economia nel contesto della guerra della Russia contro l'Ucraina (2022/C 426/01), che era stato già modificato il 20 luglio 2022 e il 28 ottobre 2022.

l'ammontare delle misure di supporto concesse per progetti simili localizzati al di fuori del territorio europeo<sup>44</sup>) e iv) di concedere aiuti più mirati verso nuovi progetti di produzione di filiere strategiche a zero emissioni nette, tenendo in considerazione i deficit di finanziamento a livello globale<sup>45</sup>.

Il TCTF intende, quindi, offrire agli Stati Membri la possibilità di modulare gli aiuti nei settori strategici per le tecnologie a zero emissioni nette laddove ci sia un concreto rischio di delocalizzazione verso paesi terzi da parte delle imprese impegnate in quell'area. Il supporto pubblico per i nuovi investimenti nel settore potrà assumere anche la forma di incentivi fiscali, seguendo però uno schema comune che verrà predisposto dalla Commissione per garantire trasparenza e prevedibilità alle imprese operanti nel mercato unico. Condizione per poter beneficiare della maggior flessibilità nel definire l'ammontare dell'aiuto deve essere la proporzionalità: l'intervento statale non deve superare quanto strettamente necessario per scongiurare il rischio di delocalizzazione per quelle imprese impegnate nei settori strategici delle tecnologie a zero emissioni nette.

Se il quadro temporaneo di crisi ha aiutato gli Stati membri a tamponare l'impatto dell'attuale crisi in Europa, il TCTF si propone di fare qualcosa di più, offrendo agli Stati membri la possibilità di concedere aiuti di Stato in modo rapido, chiaro e prevedibile al fine di accelerare gli investimenti a zero emissioni nette in questo difficile scenario globale, *“tutelando nel contempo le condizioni di parità nel mercato unico e gli obiettivi di coesione”*<sup>46</sup>. Il cambio di denominazione in questo senso è molto indicativo: si passa dal *Temporary framework* al *Temporary and transition framework* che si pone quindi in un'ottica

---

<sup>44</sup> Tale possibilità è subordinata al rispetto di criteri bene precisi: i) è possibile servirsene solo per investimenti effettuati in zone assistite in base alla definizione di cui alla carta degli aiuti a finalità regionale applicabile o per investimenti transfrontalieri che riguardino progetti ubicati in almeno tre Stati membri; ii) il beneficiario dovrebbe utilizzare tecnologie di produzione all'avanguardia dal punto di vista delle emissioni ambientali e iii) l'aiuto non deve comportare la delocalizzazione degli investimenti tra Stati membri.

<sup>45</sup> Par. 2.2.1 *National funding* del GDIP.

<sup>46</sup> Dichiarazioni della Commissaria alla concorrenza Vestager dello scorso 9 marzo in occasione dell'adozione del TCTF, la quale aggiunge inoltre che: *“Le nuove norme sono proporzionate, mirate e temporanee”*. Disponibile al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_23\\_1563](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_23_1563).

che va oltre la mera gestione della crisi. È evidente, infatti, come la portata di questi impegni non possa essere gestita attraverso iniziative di carattere temporaneo o con ricadute a breve termine ma richieda, al contrario, l'elaborazione di strategie e nuove *policy* che guardino al lungo periodo.

Infine, il quinto asse lungo il quale si articola la modifica alla disciplina degli aiuti di Stato prevista dal Piano è l'innalzamento delle soglie previste dal General Block Exception Regulation (GBER)<sup>47</sup> con riguardo alla notifica di aiuti ambientali e di aiuti a ricerca, sviluppo e innovazione, al fine di: i) agevolare gli investimenti per sostenere la diffusione delle energie rinnovabili, compreso l'idrogeno, i progetti di decarbonizzazione e per l'efficientamento energetico; ii) facilitare l'attuazione dei c.d. progetti di comune interesse europeo ("IPCEI")<sup>48</sup>, nel settore della ricerca e dello sviluppo, innalzando le intensità di aiuto e le soglie di notifica; iii) concedere un'esenzione per categoria a misure di aiuto istituite dagli Stati membri per regolamentare i prezzi dell'energia; iv) chiarire le possibilità di aiuti per il finanziamento del rischio per le piccole e medie imprese ("PMI") e le start-up, nonché per i prodotti finanziari sostenuti dal Fondo InvestEU; v) prorogare il regolamento generale di esenzione per categoria fino a fine 2026 per garantire la certezza del diritto e la stabilità della regolamentazione<sup>49</sup>.

---

<sup>47</sup> Regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione, del 17 giugno 2014, che dichiara alcune categorie di aiuti compatibili con il mercato interno in applicazione degli articoli 107 e 108 del Trattato, OJ L 187, 26.6.2014, p. 1-78.

<sup>48</sup> Comunicazione della Commissione, Criteri per l'analisi della compatibilità con il mercato interno degli aiuti di Stato destinati a promuovere la realizzazione di importanti progetti di comune interesse europeo (2021/C 528/02). Si tratta di progetti finanziati a livello europeo, a titolo dei bilanci nazionali, selezionati dagli Stati Membri (preferibilmente a seguito di procedure aperte). Costituiscono aiuti di Stato ai sensi delle norme dell'UE e, in quanto tali, devono essere notificati alla Commissione per essere approvati dopo una valutazione il più rapida possibile e in linea con i criteri individuati dalla citata Comunicazione.

<sup>49</sup> *Aiuti di Stato: la Commissione modifica le norme generali di esenzione per categoria per agevolare e accelerare ulteriormente le transizioni verde e digitale*, [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_23\\_1523](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_23_1523).

### 3.2 *L'istituzione di nuovi fondi comuni europei*

Se gli aiuti di Stato sembrano essere il perno di questa nuova fase della politica industriale europea, la Commissione Europea non tralascia però l'importanza per gli Stati Membri di poter contare su fondi comuni da destinare alle transizioni verde e digitale, proprio per cercare di ovviare ai rischi derivanti dalla diversa capacità di spesa<sup>50</sup>.

Di qui la scelta della Commissione di inserire nel secondo pilastro del Piano anche la creazione di un Fondo sovrano europeo che consenta di finanziare progetti strategici mirati a stimolare la competitività dell'industria europea, a rimediare agli squilibri causati dagli interventi di stampo protezionistico stranieri come l'IRA e alle potenziali distorsioni nei mercati dell'energia e delle materie prime. Ad invocarne la necessità è stata *in primis* la Presidente Von Der Leyen durante il suo discorso "State of the Union 2022"<sup>51</sup> proprio in risposta all'approvazione dell'"Inflation Reduction Act".

Ciò che ancora non è chiara è la modalità attraverso cui tale fondo dovrebbe essere finanziato. Alcuni leader politici e istituzionali hanno suggerito di utilizzare risorse già disponibili come alcune somme accantonate con il Next Generation EU e 800 miliardi di strumenti di debito comune accumulati per supportare la ripresa economica all'indomani della pandemia<sup>52</sup>. Un'altra opzione potrebbe essere quella di aumentare le risorse proprie dell'UE attraverso il Sistema per lo

---

<sup>50</sup> Tale discrepanza è emersa con particolare evidenza in occasione della recente crisi energetica a seguito della quale la Commissione Europea ha concesso una ulteriore sospensione temporanea dei vincoli al ricorso agli aiuti di Stato per consentire agli Stati Membri di sostenere le famiglie e le imprese maggiormente colpite dagli esponenziali rincari energetici. I dati sull'utilizzo delle misure di supporto statale utilizzate in tale contesto, pari a circa 672 miliardi, rivelano che ad aver beneficiato del 77 per cento di queste risorse sono stati due soli paesi: Germania e Francia. P. GUERRIERI, *op. cit.*, 8.

<sup>51</sup> "State of the Union – Address 2022, A Union that stands stronger together" del 14 settembre 2022, p. 15. Disponibile al link: [https://state-of-the-union.ec.europa.eu/system/files/2022-09/SOTEU\\_2022\\_Address\\_original\\_version.pdf](https://state-of-the-union.ec.europa.eu/system/files/2022-09/SOTEU_2022_Address_original_version.pdf).

<sup>52</sup> Di questo avviso è ad esempio il partito popolare europeo (EPP) che ha espresso le proprie perplessità sulla creazione del nuovo fondo proprio vista la possibilità di ricorrere ad altre risorse già disponibili.

scambio delle quote di emissione<sup>53</sup> dell'UE (ETS)<sup>54</sup>, il meccanismo di adeguamento del carbonio alle frontiere (CBAM)<sup>55</sup> o la nuova tassa dell'OECD sui profitti delle multinazionali. Difficilmente percorribile sembra, invece, la via del nuovo debito comune<sup>56</sup>.

Non sorprende che la creazione del nuovo fondo sovrano, come già accaduto in occasione del dibattito sulle soluzioni da adottare per far fronte alle conseguenze della pandemia, incontri la resistenza dei paesi c.d. frugali che mal sopportano l'idea di condividere risorse e rischi con paesi dai bilanci più deboli. Tuttavia, questa via sembra essere indispensabile per preservare in modo efficace l'integrità del mercato unico.

In attesa che il nuovo fondo – le cui trattative dovrebbero avviarsi in occasione della revisione del Quadro Finanziario Pluriennale – si concretizzi, il GDIP individua in REPowerEU e nei fondi europei InvestEU e Innovation EU gli strumenti per superare il divario relativo alla diversa capacità di spesa a livello nazionale, per assicurare il raggiungimento degli obiettivi della transizione verde in modo armonioso e per colmare il *gap* tra le risorse necessarie per completare

---

<sup>53</sup> Si prevede che le multinazionali siano tenute a versare una tassa a livello globale di almeno il 15%. Disponibile al link: <https://www.oecd.org/tax/beps/international-tax-reform-oecd-releases-technical-guidance-for-implementation-of-the-global-minimum-tax.htm>.

<sup>54</sup> Il sistema di scambio di quote di emissione dell'Unione europea (noto anche come al principio del “chi inquina paga”). è uno schema “*cap and trade*” in cui viene posto un limite al diritto di emettere determinati inquinanti su un'area, obbligando più di 11.000 centrali elettriche e fabbriche a richiedere un permesso per ogni tonnellata di CO<sub>2</sub> emessa. La sessione plenaria di aprile 2023 del Parlamento europeo ha approvato la riforma del ETS, che prevede limiti ancora più stringenti sulle quote annuali disponibili per lo scambio e la cancellazione di quelle gratuite. Disponibile al link: [https://climate.ec.europa.eu/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets\\_it](https://climate.ec.europa.eu/eu-action/eu-emissions-trading-system-eu-ets_it).

<sup>55</sup> Il meccanismo riguarda le importazioni di prodotti ad alta intensità di carbonio al fine di i) evitare che gli sforzi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra dell'UE siano neutralizzati dalle importazioni di prodotti fabbricati in paesi terzi e ii) prevenire la delocalizzazione della produzione o l'importazione di prodotti ad alta intensità di carbonio. Disponibile al link: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2022/03/15/carbon-border-adjustment-mechanism-cbam-council-agrees-its-negotiating-mandate/>.

<sup>56</sup> Così il Commissario al mercato interno Thierry Breton durante un'audizione davanti al Parlamento francese lo scorso 1 giugno. Disponibile al link: <https://www.euractiv.com/section/economy-jobs/news/eus-breton-wants-sovereignty-fund-to-buy-out-firms-of-systemic-importance/>.



la transizione verso un'industria a zero emissioni nette e quanto è invece attualmente disponibile<sup>57</sup>.

REPowerEU è un piano lanciato dalla Commissione Europea nel maggio 2022 per rassicurare il mercato energetico all'indomani dello scoppio della guerra in Ucraina e consentire all'UE di diversificare l'approvvigionamento energetico, di produrre più energia pulita, di ridurre la dipendenza dai combustibili fossili, di potenziare l'efficienza energetica e la capacità di stoccaggio dell'energia<sup>58</sup>. Lo scorso 21 febbraio, il Consiglio ha approvato un regolamento<sup>59</sup> finalizzato all'inserimento di capitoli dedicati al piano REPowerEU nel dispositivo per la ripresa e la resilienza. Gli Stati Membri avranno così a disposizione ulteriori sovvenzioni pari a 20 miliardi di euro da aggiungere ai rispettivi piani nazionali per la ripresa e la resilienza (PNRR) allo scopo di finanziare investimenti e riforme chiave per il conseguimento degli obiettivi del piano REPowerEU. A tal fine, la Commissione ha predisposto un'apposita guida per supportare gli Stati Membri nell'implementare i PNRR nell'ambito del piano REPowerEU<sup>60</sup>.

InvestEU<sup>61</sup> è un programma composto da tre pilastri – il Fondo, il Polo di consulenza e il Portale – per supportare gli investimenti privati nell'UE per rilanciare competitività e crescita nel lungo periodo. Il Fondo offre una garanzia di bilancio dell'Unione – pari a circa 26 miliardi di euro – a copertura delle risorse erogate nell'ambito di accordi sottoscritti tra la Commissione e i partner esecutivi per la realizzazione di progetti caratterizzati da un profilo di rischio tale da rendere difficile l'accesso a finanziamenti e che interessano i settori i) delle infrastrutture sostenibili, ii) della ricerca, innovazione e

---

<sup>57</sup> Par. 2.2.2 *EU funding* del GDIP.

<sup>58</sup> Disponibile al link: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repower-eu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repower-eu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_it).

<sup>59</sup> Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica il regolamento (UE) 2021/241 per quanto riguarda l'inserimento di capitoli dedicati al piano REPowerEU nei piani per la ripresa e la resilienza e che modifica i regolamenti (UE) n. 1303/2013, (UE) 2021/1060 e (UE) 2021/1755, e la direttiva 2003/87/CE.

<sup>60</sup> Draft Commission Notice – Guidance on Recovery and Resilience Plans in the context of REPowerEU. [https://commission.europa.eu/system/files/2023-02/C\\_2023\\_876\\_1\\_annexe\\_EN\\_0.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2023-02/C_2023_876_1_annexe_EN_0.pdf).

<sup>61</sup> Disponibile al link: [https://investeu.europa.eu/index\\_en](https://investeu.europa.eu/index_en).

digitalizzazione, iii) delle PMI e iv) degli investimenti sociali e competenze.

L’Innovation Fund<sup>62</sup>, infine, è un programma di finanziamento per la dimostrazione commerciale di tecnologie innovative a basse emissioni di carbonio attivato dalla Commissione europea nell’ambito del Sistema per lo scambio delle quote di emissione (ETS) con l’obiettivo di portare sul mercato soluzioni tecnologiche pulite altamente innovative per attuare nei tempi più rapidi possibili la decarbonizzazione dell’industria europea. I progetti vengono selezionati attraverso appositi bandi e finanziati in misura variabile tra il 40 e il 60% a seconda della loro portata; percentuale estesa poi fino al 100% del valore del progetto in occasione della revisione dell’ETS a fine 2022<sup>63</sup>. Si stima che nel prossimo decennio il fondo possa mettere a disposizione circa 40 miliardi di euro per i progetti relativi ai settori i) industriali ad alta intensità energetica, ii) della cattura e dello stoccaggio geologico di CO<sub>2</sub>, iii) delle tecnologie innovative per la produzione di energia rinnovabile e iv) delle tecnologie di stoccaggio dell’energia.

Quest’ultimo fa parte di quegli strumenti che la Commissione – consapevole delle lunghe tempistiche dettate dalla complessità delle trattative che ruotano intorno all’istituzione del nuovo fondo sovrano – ha voluto per rafforzare e rendere più efficiente attraverso la nuova Piattaforma per le Tecnologie Strategiche per l’Europa (STEP), grazie alla quale potrebbero essere stanziati nuovi investimenti per un ammontare di circa 160 miliardi di euro<sup>64</sup>. Con l’istituzione della Piattaforma saranno creati anche i) un sigillo di sovranità, concesso (previa valutazione) ai progetti che contribuiscono alla realizzazione degli obiettivi nei settori delle tecnologie critiche<sup>65</sup>, e ii) un portale della

---

<sup>62</sup> Oltre ad InvestEU, STEP si baserà sui programmi, il Fondo per l’innovazione, Orizzonte Europa, EU4Health, il programma Europa digitale, il Fondo europeo per la difesa, il dispositivo per la ripresa e la resilienza e i fondi della politica di coesione. Disponibile al link: [https://climate.ec.europa.eu/eu-action/funding-climate-action/innovation-fund\\_en](https://climate.ec.europa.eu/eu-action/funding-climate-action/innovation-fund_en).

<sup>63</sup> Par. 2.2.2 *EU funding* del GDIP.

<sup>64</sup> Disponibile al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_23\\_3364](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_23_3364).

<sup>65</sup> Tra queste rientrano i) le tecnologie ad altissimo contenuto tecnologico e digitali; ii) le tecnologie pulite come le energie rinnovabili, lo stoccaggio di energia elettrica e termica, le pompe di calore, la rete elettrica, i carburanti rinnovabili di

sovranità per promuovere le sinergie tra i programmi esistenti, aiutando i promotori di progetti e le imprese in cerca di finanziamenti a reperire le informazioni pertinenti sulle opportunità di finanziamento<sup>66</sup>.

### 3.3 La riforma del Patto di Stabilità

Altrettanto fondamentale per affrontare il divario esistente tra i bilanci degli Stati Membri è la riforma di governance fiscale<sup>67</sup> a cui la Commissione Europea lavora fin dal 2020, quando aveva avviato un dibattito pubblico in merito<sup>68</sup>. Tale riforma non è più procrastinabile, dal momento che – come affermato dalla Presidente della Commissione Europea<sup>69</sup> – “*Finanze pubbliche sane ci consentono di investire ancora di più nella lotta ai cambiamenti climatici, di digitalizzare la nostra economia, di finanziare il nostro modello sociale europeo inclusivo e di rendere le nostre economie più competitive*”.

Già nel corso della pandemia si era deciso di allentare momentaneamente le politiche di austerità per consentire agli Stati Membri di intervenire a sostegno di imprese e famiglie con maggior flessibilità facendo leva sul deficit di bilancio. Così come accaduto con la disciplina degli aiuti di Stato, la crisi economica innescata dalla pandemia ha indotto ad una riflessione più ampia e più a lungo termine sul futuro della governance economica europea.

In quell’occasione, infatti, è emersa nuovamente la contrapposizione tra il rigore auspicato e difeso dagli Stati del Nord che possono contare

---

origine non biologica, i carburanti alternativi sostenibili, l’efficienza energetica, l’idrogeno, le soluzioni energetiche intelligenti, le tecnologie essenziali per la sostenibilità quali la depurazione e la desalinizzazione delle acque; iii) le biotecnologie, quali le biomolecole e le loro applicazioni, la farmaceutica, le tecnologie mediche e le biotecnologie delle colture, e la biofabbricazione.

<sup>66</sup> Disponibile al link: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/strategic-technologies-europe-platform\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/eu-budget/strategic-technologies-europe-platform_en).

<sup>67</sup> Per un’analisi più approfondita del tema si rimanda a A. LISCAI, *Assessment of the Commission proposal for a reformed EU economic governance framework*, in *Astrid Rassegna* n. 18/2022 e G.L. TOSATO, *Riflessioni sulla riforma della governance economica dell’Unione europea*, in *Astrid Rassegna* n. 4/2023.

<sup>68</sup> I risultati del dibattito sono consultabili nel documento della Commissione europea “Consultazione pubblica online sulla revisione del quadro di governance economica dell’UE: sintesi delle risposte” SWD(2022) 104 final del 28 marzo 2022.

<sup>69</sup> Disponibile al link: [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_23\\_2393](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_23_2393).

su bilanci più solidi e gli Stati del Sud finanziariamente più deboli che, al contrario, sono stati penalizzati dalla rigida applicazione del Patto di Stabilità<sup>70</sup>.

La Commissione Europea, che ha assunto un ruolo sempre più trainante nel definire gli orientamenti della politica economica europea, sembra aver preso coscienza dell'inadeguatezza dell'approccio "*one size fits all*"<sup>71</sup> e a novembre 2022 ha pubblicato una Comunicazione<sup>72</sup> contenente i propri orientamenti volti a rendere il quadro di governance fiscale più semplice, trasparente ed efficace, agevolando gli investimenti strategici grazie ad una riduzione del debito realistica, graduale e sostenibile<sup>73</sup>.

Lo scorso marzo il Consiglio Europeo ha espresso il proprio favore per le linee guida elaborate dalla Commissione; tuttavia, il dibattito intorno alla proposta di riforma è proseguito rendendo necessaria un'ulteriore riflessione sull'effettiva capacità delle nuove regole di venire incontro alle esigenze di ciascuno Stato Membro.

Si giunge così al 26 aprile 2023 quando la proposta di riforma viene presentata a Bruxelles: come preannunciato, essa si caratterizza per il fatto di tenere in maggior considerazione, rispetto all'assetto attuale, le peculiarità di ciascuno Stato Membro in modo da garantire la sostenibilità del debito e promuovere allo stesso tempo una crescita sostenibile<sup>74</sup>.

---

<sup>70</sup> G. LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 4/2022, 65.

<sup>71</sup> A. MAJOCCHI, *Revisione del Patto di Stabilità e capacità fiscale europea*, in *Centro Studi sul Federalismo* n. 271 del 4 settembre 2023.

<sup>72</sup> Comunicazione sugli orientamenti per una riforma del quadro di governance economica dell'UE COM(2022) 583 final.

<sup>73</sup> C. WHOON NAM, *Reform of the EU Economic Governance – Why and How?*, *EconPol Forum* n. 4/2023, Volume 24, 2. Disponibile al link: <https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/econ/0005/econpol-forum-2023-4-eu-economic-governance.pdf>.

<sup>74</sup> Obiettivo questo ribadito dal Commissario per gli Affari economici Gentiloni lo scorso 26 aprile 2023 in occasione della presentazione del nuovo Patto di Stabilità a Bruxelles: "*Il debito pubblico è aumentato e lo stesso vale per le nostre esigenze di investimento, che si tratti della transizione verde e digitale, della sicurezza e della difesa o della resilienza delle nostre catene di approvvigionamento industriale. (...) Le proposte di oggi affrontano entrambi gli aspetti: mirano a ridurre in modo più graduale ma costante i livelli di debito e a stimolare una crescita sostenibile e*

Il nuovo assetto del Patto di Stabilità consentirebbe, infatti, di salvaguardare gli spazi di crescita grazie alla possibilità concessa agli Stati Membri di delineare le traiettorie di bilancio all'interno di un piano di aggiustamento del debito a medio termine (quattro anni)<sup>75</sup>. I piani nazionali – all'interno dei quali sono definiti gli obiettivi di spesa pluriennali – così redatti dovranno essere coerenti con l'impostazione tecnica predisposta dalla Commissione sulla base di una metodologia comune. Alla fine di ogni piano pluriennale, il debito pubblico di ogni Paese deve risultare inferiore al livello iniziale e deve essere effettuato un aggiustamento fiscale dello 0,5% del Pil all'anno finché il disavanzo di bilancio rimane superiore al 3%<sup>76</sup>.

Permangono gli obiettivi generali per ogni Paese, ovvero debito al massimo al 60% e deficit annuo massimo al 3% del proprio PIL, ma per quegli Stati che non rientrano nei parametri cambia il percorso di rientro che, anziché poggiare su regole predefinite, sarà invece personalizzato sulle esigenze del Paese in questione.

L'approccio più personalizzato adottato dalla riforma ha suscitato reazioni diverse: da un lato, vi è chi invoca l'inserimento di un'indicazione di riduzione minima annua del debito<sup>77</sup>; dall'altro lato, vi è chi ritiene che le regole delineate dalla Commissione siano ancora eccessivamente rigorose in quanto mantiene l'obiettivo del disavanzo al 3% e non consente di escludere dal calcolo del debito gli investimenti per la transizione ecologica e digitale<sup>78</sup>.

---

*inclusiva attraverso investimenti e riforme (...) Siamo convinti che questo nuovo quadro sosterrà la stabilità e la crescita dell'Unione europea negli anni a venire*". Disponibile al link: <https://euractiv.it/section/bilancio/news/la-commissione-ue-presenta-la-riforma-del-patto-di-stabilita/>.

<sup>75</sup> G. AMATO – F. BASSANINI – C. DE VINCENTI – P. GUERRIERI – M. MESSORI – P.C. PADOAN – R. PERISSICH – G.L. TOSATO, *La governance economica dell'Unione europea nel nuovo scenario geopolitico: un'agenda di policy*, 11.

<sup>76</sup> *Verso una riforma del quadro di governance economica*, <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/economic-governance-framework/reform/>.

<sup>77</sup> Questa soluzione era caldeggiata da Germania e Paesi Bassi che avrebbero voluto fosse inserita nella proposta di riforma una regola di riduzione specifica con un taglio di almeno lo 0,5% all'anno, che diventerebbe di almeno l'1% per i Paesi molto al di sopra della soglia del 60% del Pil. Disponibile al link: <https://it.euronews.com/my-europe/2023/04/26/la-commissione-europea-presenta-la-riforma-del-patto-di-stabilita>.

<sup>78</sup> A. MAJOCCHI, *op. cit.*

#### 4. *L'Europa ad un bivio: protezionismo dell'UE o protezionismo delle nazioni?*

Già all'indomani della pandemia da Covid-19 era emersa con particolare chiarezza un'inversione di tendenza nella strategia regolatoria, sempre più improntata ad affidare allo Stato il compito di guidare la ripresa economica a livello europeo<sup>79</sup>. Si sta, infatti, assistendo ad una trasformazione dei rapporti nel mercato e tra il mercato e lo Stato, dove la concorrenza non sembra più essere vista necessariamente come la via unica (o in ogni caso preferibile) per garantire la migliore allocazione possibile delle risorse<sup>80</sup>.

I risvolti di carattere sociale<sup>81</sup> e ambientale implicati nei processi delle transizioni gemelle assumono una rilevanza tale da richiedere una

---

<sup>79</sup> Sul tema i contributi a livello accademico sono molteplici: G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022; S. AMOROSINO, "Neoprogrammazioni" pubbliche o private e mercati in trasformazione, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 4/2022, 46-56; A. AVERARDI – C. CATALDI – A. L. CRUCITTI – C. DI SERI – V. FERRARO – M. GIUSTI – M. MACCHIA – L. SALATARI – G. SCIASCIA – A. TURCHINI – G. VESPERINI – S. VINCI, *L'intervento pubblico a sostegno dell'economia*, in *Rivista Trimestrale di diritto pubblico*, n. 4/2021, 1183; E. BANI – E. SIGNORINI, *Come governare la transizione del e nel mercato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, Supplemento al n. 4/2022, 458-481; F. BASSANINI – G. NAPOLITANO – L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021; V. MINERVINI, *Il ritorno dello Stato salvatore. Nuovi paradigmi (post Covid) nel rapporto fra Stato e mercato?*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 3/2020, 471-506; M. PASSALACQUA, *Numquam nega, raro adfirma: il rinnovato intervento dello Stato nell'economia*, in *Mercato Concorrenza Regole*, n. 1/2021, 55-78.

<sup>80</sup> L. GALLI, *L'ira d'Europa per l'I.R.A. d'America ovvero alcune considerazioni su aiuti di stato e green industrial policy da ambo i lati dell'oceano*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, n. 1/2023, 21-55.

<sup>81</sup> A rendere particolarmente delicata la gestione di questi processi di trasformazione vi è sicuramente l'attenzione che l'Unione ha sempre dedicato ai risvolti sociali in essi implicati. Per fare un esempio, la transizione verso fonti di energia rinnovabili comporta inevitabilmente il rischio della perdita di posti di lavoro soprattutto in quei territori le cui industrie locali ruotano intorno all'estrazione di combustibili fossili come le miniere di carbone. Non a caso, infatti, per accompagnare la transizione verde l'Unione ha ideato il *Just Transition Mechanism*, composto da diversi strumenti, tra cui un fondo dedicato, l'accesso ad ulteriori forme di finanziamento e una piattaforma cui accedere per ottenere il supporto necessario, affinché nessuno venga lasciato indietro nell'affrontare gli effetti socioeconomici dell'attuazione dei programmi europei finalizzati al raggiungimento della neutralità

guida centrale che sappia indirizzare il mercato in modo da promuovere la competitività e l'innovazione senza con ciò tralasciare la tutela di tali fondamentali interessi<sup>82</sup>.

L'esempio dell'IRA è in questo senso emblematico, essendo l'economia statunitense tradizionalmente ancorata ad una regolazione del mercato aperta e improntata alla libera concorrenza, ma che – come si è avuto modo di evidenziare – in quest'occasione non ha tralasciato di prevedere diverse azioni a tutela delle fasce più deboli della popolazione in una misura che difficilmente avrebbe potuto essere garantita senza un intervento così deciso del governo. Sulla base di questi presupposti, la virata verso il protezionismo del governo USA non dovrebbe sorprendere più del dovuto, proprio perché avvenuto in un contesto di proliferazione (anche in Europa) di interventi a tutela dei propri interessi interni<sup>83</sup> in nome degli obiettivi della transizione verde e digitale e della tutela degli interessi sociali<sup>84</sup>.

In questo quadro in cui protezionismo chiama protezionismo<sup>85</sup> innescando una fase in cui si parla ormai apertamente di deglobalizzazione<sup>86</sup>, l'ordine giuridico non si limita ad intervenire per

---

climatica. Disponibile al link: [https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal/just-transition-mechanism\\_en](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/finance-and-green-deal/just-transition-mechanism_en).

<sup>82</sup> Sull'incapacità dei mercati di tutelare gli interessi della società se non attraverso un intervento pubblico che, senza sostituirsi ad essi, ne aggiusta le traiettorie rendendoli più giusti si rimanda a A. BOITANI, *L'illusione liberista. Critica dell'ideologia di mercato*, Bari, 2021. Sempre nel senso di evidenziare l'importanza del ruolo dello Stato nel promuovere crescita e innovazione si veda M. MAZZUCCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari, 2014.

<sup>83</sup> La corsa ai vaccini anti Covid è un buon esempio di come, anche di fronte ad un obiettivo (o ad una minaccia) globale, gli interessi nazionali prevalgono anche a costo di vanificare il perseguimento del risultato.

<sup>84</sup> L. GALLI, *op. cit.*

<sup>85</sup> Oltre alla reazione dell'Europa che, come visto, si prepara a mettere a disposizione cifre non lontane da quelle dell'IRA, anche il Giappone ha annunciato di essere pronto ad investire 150 miliardi nelle tecnologie chiave per la transizione ecologica.

<sup>86</sup> Sulla rapidità con cui tale fenomeno si stia affermando ci sono opinioni contrastanti: uno studio dell'Osservatorio Conti Pubblici Italiani (CPI) dell'Università Cattolica del Sacro Cuore sostiene sia più corretto parlare di *slowbalisation* in cui l'interconnessione crescerà più lentamente di prima, piuttosto che di vera e propria deglobalizzazione che sembra invece ancora lontana (M. LOSSANI – F. SCINETTI – N. SCUTIFERO, *Deglobalizzazione o slowbalisation?*, 30 giugno 2023,

indirizzare il mercato laddove necessario, bensì per comprimere la libera iniziativa economica e piegarla alle esigenze pubblicistiche<sup>87</sup>.

Del resto, la portata degli investimenti necessari per adattare le industrie nazionali agli standard necessari per completare le transizioni gemelle e per mantenere al contempo la competitività a livello internazionale – messa a dura prova appunto da questa *escalation* nell’attuazione di strategie di stampo protezionistico<sup>88</sup> attuate dai *competitors* internazionali – impone una guida a livello europeo che definisca la traiettoria dello sviluppo.

Si tratta quindi di un intervento pubblico dai tratti peculiari e diversi rispetto alle passate esperienze: l’indirizzo viene stabilito dalle istituzioni europee e gli Stati Membri partecipano alla fase attuativa in chiave collaborativa<sup>89</sup>. Il ruolo di guida centrale da parte dell’UE ha assunto inizialmente il carattere della temporaneità, essendo mirato al mero superamento del periodo emergenziale, per poi affermarsi via via in modo sempre più strutturato e orientato a garantire la tutela degli interessi sociali e ambientali nell’affrontare il mutato scenario globale.

In questo contesto, si è imposta di conseguenza una riflessione sull’adeguatezza della disciplina degli aiuti di Stato<sup>90</sup>, sui cui l’Europa

---

<https://osservatoriocpi.unicatt.it/ocpi-pubblicazioni-deglobalizzazione-o-slowbalisation>). Alle stesse conclusioni giunge un altro importante studio condotto dal Prof. Pinelopi Goldberg dell’Università di Yale e da Tristan Reed della Banca Mondiale (Development Research Group), secondo i quali la globalizzazione ha subito una battuta d’arresto a seguito della crisi finanziaria del 2008, rallentando i suoi ritmi senza però dar vita ancora ad un’inversione di tendenza (*Is the Global Economy Deglobalizing? And if so, why? And what is next*, [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/03/BPEA\\_Spring2023\\_Goldberg-Reed\\_unembargoed.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2023/03/BPEA_Spring2023_Goldberg-Reed_unembargoed.pdf)).

<sup>87</sup> D. GALLO – A. ZOPPINI, *Aiuti di Stato e politiche industriali alla prova di un nuovo ordine giuridico*, in *Il Sole 24 ore* del 23 giugno 2023.

<sup>88</sup> Per un approfondimento sul protezionismo e sulle esperienze passate in cui si è fatto ricorso al patriottismo economico in contrapposizione al libero mercato si rimanda ai seguenti contributi: B. CLIFT – C. WOLL, *Economic patriotism: reinventing control over open markets*, in *Journal of European Public Policy*, Aprile 2012, 307-323; E. HELLEINER, *Economic Nationalism as a Challenge to Economic Liberalism? Lessons from the 19th Century*, in *International Studies Quarterly*, n. 46/2002, 307-329; G. MORGAN, *Supporting the City: economic patriotism in financial markets*, in *Journal of European Public Policy*, Aprile 2012, 373-387.

<sup>89</sup> G. LUCHENA, *Il “nuovo” intervento pubblico nell’economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, *op. cit.*, 60.

<sup>90</sup> Ad affermare l’opportunità di pensare al Temporary Framework emanato durante la pandemia come ad un’occasione per ripensare più approfonditamente la



ha puntato quale strumento dapprima di gestione della fase emergenziale e ora come strumento a supporto del rilancio dell'economia europea e di perseguimento degli obiettivi delle transizioni gemelle.

Le modalità attraverso cui la revisione della disciplina degli aiuti di Stato potrebbe essere attuata, in una prospettiva più a lungo termine, sono diverse: da una “normalizzazione” dello strumento del quadro temporaneo, ad un mantenimento del tradizionale controllo centrale sulle misure statali di aiuto rafforzato da un controllo più capillare sugli interventi dei paesi stranieri che possono produrre effetti all'interno del territorio UE, ad un intervento di revisione della disciplina che sia parte di un più ampio disegno di ripensamento di alcune politiche ritenute strategiche per mantenere un ruolo primario nel guidare le transizioni verde e digitale<sup>91</sup>.

Dall'analisi degli interventi proposti dalla Commissione Europea negli ultimi mesi è emerso come la scelta sembri essere al momento ricaduta su quest'ultima opzione, ovvero puntare su un mix di *policy*. Lo stesso “Green Deal Industrial Plan”, del resto, basa la propria strategia su una serie di interventi tra loro complementari, di cui la modifica alla disciplina sugli aiuti di Stato rappresenta un tassello. Inoltre, l'aver scelto la denominazione “Temporary Crisis and Transition Framework”, discostandosi così dai precedenti provvedimenti denominati semplicemente “Temporary Framework”, denota la necessità avvertita dalla Commissione di gestire – attraverso la maggior flessibilità concessa agli Stati Membri nell'erogare risorse pubbliche – non solo appunto la fase emergenziale ma la ripresa e il rilancio dell'economia europea più a lungo periodo, per assicurarsi che gli interventi a livello nazionale siano in linea con gli obiettivi individuati e definiti dalle istituzioni europee. Gli aiuti di Stato diventano non solo uno strumento interno di sostegno alle imprese ma anche un modo per mantenere una posizione di rilievo a livello internazionale<sup>92</sup>.

---

disciplina degli aiuti di Stato è stato A. BIONDI, *Governing the Interregnum: State Aid Rules and the COVID-19 Crisis*, in *Market and Competition Law Review* n. 2/2020, 18.

<sup>91</sup> M. ANDHOV – A. BIONDI – L. RUBINI, *op. cit.*, 67-68.

<sup>92</sup> G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, *op. cit.*, 257.

Difficile al momento capire, tuttavia, quanto profonda sarà tale revisione e quanto dell'impianto tradizionale sarà mantenuto<sup>93</sup>. Di sicuro, a seconda di come sarà concretamente attuata dipenderà molto del futuro della regolazione all'interno del mercato unico e del ruolo dell'Unione Europea a livello internazionale.

Come anticipato in premessa, gli esiti più probabili portano a risultati diametralmente opposti: i) il primo consiste nella possibilità di effettuare un passo in avanti nel processo di integrazione tra le politiche industriali nazionali degli Stati Membri – nel caso in cui si procedesse ad una revisione coordinata e integrata delle norme sugli aiuti di Stato unitamente alla creazione di un nuovo fondo sovrano e alla revisione del Patto di stabilità, in modo da assicurare investimenti uniformi e su obiettivi comuni da parte dei governi nazionali; ii) il secondo esito possibile – nel caso in cui la riforma della disciplina degli aiuti di Stato dovesse consistere, ad esempio, in una semplice proroga del meccanismo del Temporary Framework utilizzato negli ultimi anni in occasione delle diverse crisi che si sono succedute – finirebbe per acuire le disuguaglianze all'interno dell'UE dovute alla diversa capacità di spesa degli Stati Membri. In quest'ultimo caso, infatti, la maggior discrezionalità lasciata agli Stati Membri nel supportare le proprie politiche industriali nazionali, senza una chiara guida dell'UE circa gli obiettivi e i progetti comuni su cui concentrare le risorse, condurrebbe all'instaurarsi di nuove forme di protezionismo sull'esempio dell'IRA, dal momento che ciascuno Stato membro punterebbe a favorire naturalmente le proprie imprese nazionali di maggior peso.

In altre parole, occorre evitare che il ricorso agli aiuti di Stato quale strumento di “politica climatico-industriale” diventi occasione per favorire e consolidare poche grandi imprese private come avvenuto in passato, annullando così i risvolti positivi che tale approccio potrebbe invece avere<sup>94</sup>. Se ciò dovesse accadere per l'Europa si allontanerebbe sempre di più la possibilità di perseguire gli obiettivi della transizione ecologica e di rivestire un ruolo rilevante a livello globale nello sviluppo delle tecnologie sostenibili e innovative.

---

<sup>93</sup> G. LUCHENA, *Il “nuovo” intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, op. cit., 73.

<sup>94</sup> L. GALLI, op. cit.

La volontà dell'Europa, e in particolare del suo organo esecutivo, è inequivocabilmente quella di sfruttare l'attuale scenario globale per porre le basi di una nuova fase di integrazione tra le politiche economiche ed industriali degli Stati Membri. Resta da vedere con quanta autorevolezza le istituzioni europee saranno in grado di portare avanti le iniziative necessarie a raggiungere quest'obiettivo, di fronte alle ormai consuete rimostranze di quei Paesi dell'Unione finanziariamente e fiscalmente più solidi.

Il fatto che la Commissione non abbia pienamente accolto i *desiderata* di alcuni Stati del Nord Europa nel senso di inserire criteri più stringenti all'interno della riforma del Patto di Stabilità rappresenta senz'altro un segnale incoraggiante che lascia sperare per l'affermarsi di un approccio maggiormente solidaristico all'interno dell'UE. Al contrario, rappresentano un campanello di allarme i 200 miliardi messi in campo dal governo tedesco nel 2022 per adattare la propria industria nazionale agli standard della transizione ecologica.

Se prevalessero gli interessi nazionali all'interno dell'UE come in quest'ultimo caso, l'Europa sarebbe condannata alla marginalità al pari di tutti quegli Stati più piccoli, come UK e Singapore, che hanno già ammesso di ritenere altamente improbabile la possibilità di reggere il confronto con gli investimenti messi a disposizione da potenze mondiali come USA e Cina<sup>95</sup>.

Se, quindi, protezionismo deve essere che l'Europa si assicuri di attuarlo a livello appunto di Unione, facendo tutto il necessario per evitare che si affermi a livello di Stati Membri, ipotesi quest'ultima che costerebbe all'UE la possibilità di restare in gioco nella corsa allo sviluppo e produzione delle tecnologie necessarie per completare la transizione ecologica.

---

<sup>95</sup> *Ecco i perdenti della deglobalizzazione*, in *Milano Finanza* del 15/8/2023, [https://www.milanofinanza.it/news/ecco-i-perdenti-della-deglobalizzazione-202308142040346243?refresh\\_cens](https://www.milanofinanza.it/news/ecco-i-perdenti-della-deglobalizzazione-202308142040346243?refresh_cens).



## Prime riflessioni sulle prospettive ESG di Cassa Depositi e Prestiti

**SOMMARIO:** 1. Lo Stato promotore, CDP e la «funzionalizzazione» del Patrimonio e dello *status* di INP. – 2. I documenti della Cassa: un obiettivo sovraordinato di sistema in un quadro complesso. – 3. Interrogativi conclusivi.

### 1. *Lo Stato promotore, CDP e la «funzionalizzazione» del Patrimonio e dello status di INP*

La stagione dello Stato «ristrutturatore»<sup>1</sup> e promotore – efficaci categorie invocate per superare il polveroso binomio tra Stato «regolatore» e «imprenditore»<sup>2</sup> e dipingere, in tal guisa, i connotati salienti del nuovo protagonismo della ricapitalizzazione pubblica, chiamata non già solo a «ristrutturare» l'impresa per «riconduirla a redditività», né semplicemente a «orientarla verso settori strategici, ma [a] inserirsi nel ridisegnare le catene del valore per accompagnare

---

<sup>1</sup> M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura. Prospettive dell'impresa pubblica dopo la pandemia*, in *Conc. merc.*, 26-27, 2020, 93 ss.

<sup>2</sup> Numerose sono le voci che hanno indagato i nuovi paradigmi di intervento dello Stato in seguito allo scoppio della crisi pandemica. Per tutti, senza pretesa di esaustività, cfr. G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2021; S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Roma-Bari, 2021; F. BASSANINI, G. NAPOLITANO, L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, Bologna, 2021; A. AVERARDI, C. CATALDI, A.L. CRUCITTI, C. DI SERI, V. FERRARO, M. GIUSTI, M. MACCHIA, L. SALTARI, G. SCIASCIA, V. TURCHINI, G. VESPERINI, S. VINCI, *L'intervento pubblico a sostegno dell'economia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 4, 2021, 1182 ss.; A. PEZZOLI, *La politica della concorrenza ai tempi del virus e la rilegittimazione dell'intervento pubblico*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2020, 139 ss.; E. DI CARPEGNA BRIVIO, *Stato ed economia di mercato. La via italiana per la ricostruzione postbellica tra giudizio storico e seduzioni contemporanee*, in *Federalismi*, 21, 2020, 150 ss.; V. MINERVINI, *Il ritorno dello Stato salvatore. Nuovi paradigmi (post COVID) nel rapporto fra Stato e mercato?*, in *Merc. conc. reg.*, 3, 2020, 471 ss.; in via più generale, cfr. S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino, 2021, 12 ss., G. LUCHENA, *La crisi e il nuovo intervento pubblico nell'economia*, in E. BANI, F. DI PORTO, G. LUCHENA, E. SCOTTI (a cura di), *Lezioni di diritto dell'economia*, Torino, 2023, 119 ss.; v. anche *Rivista Il Mulino, Serve più Stato?*, fasc. II, 2023.

l'innovazione»<sup>3</sup> – sembra imprimere al rinnovato protagonismo dell'intervento dello Stato direzioni politiche e programmatiche ora più definite, trainate e ri-modulate dagli obiettivi strategici dell'agenda eurounitaria, a loro volta in costante aggiornamento, della transizione verde e digitale e della crescita sostenibile, in primo luogo ambientale e climatica. Il riferimento è, fra tutti, ai pilastri che sorreggono le incisive politiche sussidiarie del *Next Generation EU* (di seguito NGEU), unitamente al *Green Deal* europeo ed al più recente *Green Industrial Deal*, nonché alla Strategia per l'Europa digitale e della salute, alla nuova Strategia industriale per l'Europa, al Piano per l'economia circolare, all'Agenda ONU 2030 per lo Sviluppo Sostenibile.

In altre parole, ad oltre tre anni dalla prima ondata pandemica e dalla «vasta e articolata “batteria” di interventi»<sup>4</sup> anticrisi, all'orizzonte pare intravedersi, pur faticosamente, una fase di progressivo ritorno alla “normalità”, *rectius* ad una prospettiva di maggiore stabilizzazione e ordinarietà, che vede alcuni obiettivi e priorità – fra tutte, quella *green* – affermarsi in maniera sempre più assoluta e direzionare le scelte degli esecutivi.

V'è in ogni caso da dire che, come previsto, tale nuovo scenario comunque non ha (ancora) abbandonato parte rilevante delle “maglie larghe” e dei meccanismi, apparentemente temporanei ed eccezionali (e ben presto mutati in duraturi, con la complicità dello scoppio del conflitto russo-ucraino<sup>5</sup>), che hanno contrassegnato la rotta vorticoso del *framework* emergenziale.

---

<sup>3</sup> M. PASSALACQUA, Numquam nega, raro adfirma: *il rinnovato «intervento» dello Stato nell'economia*, in *Merc. conc. reg.*, 1, 2021, 63.; T. FAVARO, *Regolare la «transizione energetica»: Stato, Mercato, Innovazione*, Padova, 2020; M. MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, nuova ed., Bari-Roma, 2020, nonché ID., *Missione economia*, Bari-Roma, 2021. In chiave comparatistica, sostenendo che il nuovo paradigma di intervento pubblico non riproduca la dicotomia tra (neo)statalismo e libero mercato, ma attribuisca allo Stato il ruolo di attore economico, con (interessi e) strategie di uno «state capitalism» in grado di «navigate markets», M. BABIĆ, *The Rise of State Capital. Transforming Markets and International Politics*, Newcastle, 2022.

<sup>4</sup> P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia: riflessioni sulla disciplina societaria del patrimonio destinato della Cassa Depositi e Prestiti ex art. 27 del c.d. Decreto Rilancio*, in *Contr. Impr.*, 1, 2022, 257.

<sup>5</sup> Il riferimento è, in primo luogo, al *Temporary Framework* in materia di esenzioni dal divieto di aiuti di Stato, per parte rilevante esteso (al momento in cui si scrive)

In questo contesto s'impongono delle riflessioni di sistema su come si stia indirizzando, nell'esperienza italiana, l'energica riespansione dell'iniziativa pubblica nell'economia così orientata nelle proprie missioni – in un quadro normativo multilivello pur sempre magmatico e in evoluzione, a livello domestico e sovranazionale – con particolare attenzione al ruolo ed alle prerogative flessibili di cui è stata investita, a livello nazionale, Cassa Depositi e Prestiti.

Com'è ampiamente noto, infatti, un vigoroso, e allo stesso tempo elastico, ruolo di attuazione della politica industriale del Governo (oggi, dei Governi, è il caso di precisare), è stato riconosciuto a Cassa Depositi e Prestiti (d'ora innanzi anche CDP), il cui processo di «straordinaria mutazione»<sup>6</sup>, la cui natura singolare ed ambivalente e le cui funzioni, ormai consolidate e non sempre coerenti, di *holding* pubblica e finanziaria, di *market unit*, nonché di soggetto attivo nelle operazioni di *turnaround* industriale possono qui considerarsi note<sup>7</sup>. Per quanto

---

sino a dicembre 2023: ogni emendamento è consultabile su [https://competition-policy.ec.europa.eu/state-aid/coronavirus/temporary-framework\\_en](https://competition-policy.ec.europa.eu/state-aid/coronavirus/temporary-framework_en).

<sup>6</sup> M. GIACHETTI FANTINI, *La 'straordinaria mutazione' del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dallo stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi*, 6, 2018, 2 ss.

<sup>7</sup> Per tutti questi profili si rimanda, *ex multis*, ad A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero «ai posteri l'ardua sentenza»*, in *Merc. conc. reg.*, 2, 2013, 287 ss.; F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi: il ruolo della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rassegna. Astrid* 7, 2015; ID., *La «mutazione» della Cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, in *Rassegna Astrid* 14, 2015; F.M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti?*, in *Merc. conc. reg.*, 6, 2004, 355 ss.; M. CARDI, *Cassa Depositi e Prestiti e Bancoposta: identità giuridiche in evoluzione*, Bari, 2012; M. T. SALVEMINI, *La posizione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 4, 2015, 681 ss.; M. D'ANTONI, *Il nuovo ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in A. ZANARDI (a cura di), *La finanza pubblica italiana*, Bologna, 2014, 247 ss.; A. DONATO, *Il ruolo di holding della Cassa Depositi e Prestiti S.p.a.: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2015, 367 ss.; D. COLACCINO, *Dallo Stato azionista allo Stato investitore: il ruolo della Cassa depositi e prestiti*, in M. MACCHIA (a cura di), *Le società a partecipazione statale*, Napoli, 2015, 123 ss.; indagano tali aspetti (anche) con riguardo alla stagione pandemica (ed alle misure di irrobustimento previste per SACE S.p.A. e Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo d'impresa S.p.A. – Invitalia), A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del coinvolgimento nel turnaround industriale*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 1, 2022, 92 ss.; A. AVERARDI, *La Cassa depositi e*

possibile, in questa sede s'intende provare ad offrire alcuni primi possibili spunti di riflessione sulle "rotte" che CDP, quale *longa manus* governativa, pare voler intraprendere in una visuale di medio-lungo periodo.

Più nel dettaglio, ci si domanda se la Cassa non abbia corretto, se non marcatamente curvato, i propri indirizzi verso le nuove priorità orbitanti attorno al mantra ecologico – già descritto, da alcuni, come «imperativo», oggi consacrato dagli artt. 9 e 41 Cost. – ed ai criteri ESG: e ciò, in primo luogo, in ragione della funzionalizzazione dello "strumento" del Patrimonio Rilancio e dello *status* eurounitario di Istituto Nazionale di Promozione (su cui si tornerà immediatamente) rispetto agli obiettivi legislativi e agli indirizzi, se non alle ingerenze, del decisore politico. Con la conseguenza, in tale ipotesi, che all'orizzonte si stagli una chiara, e forse troppo solitaria, *mission oriented policy*<sup>8</sup> di cui CDP si è già resa, con il dinamismo e la malleabilità del proprio perimetro operativo da cui è contrassegnata, interprete devota e braccio esecutivo.

Si diceva della necessità di effettuare, preliminarmente, un duplice inquadramento: del Patrimonio Rilancio, prima, e della "veste" di Banca Nazionale di Promozione, poi, per coglierne i profili di intima connessione verso le politiche di sostenibilità. La prima angolatura di osservazione riguarda, pertanto, lo "strumento" del Patrimonio Rilancio, la cui costituzione è stata autorizzata dall'art. 27 co. 1 d.l. 34/2020 (di seguito, il Patrimonio), poi normato con decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze, d'ora innanzi MEF, d.m.

---

*prestiti: eredità storica e proiezioni future*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2, 2021, 303 ss.; una ricostruzione puntuale, sino alle più recenti evoluzioni, delle nuove, poliedriche e cangianti "vocazioni" della Cassa è offerta da G. MULAZZANI, *La Cassa Depositi e Prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, Bologna, 2022; V. DONATIVI, A. MALTONI, *Cassa Depositi e Prestiti. Profili giuridici*, Torino, 2021; P. BRICCO, *Cassa Depositi e Prestiti. Storia di un capitale dinamico e paziente. Da 170 anni*, Bologna, 2020.

<sup>8</sup> Sembraerebbero cioè avverarsi alcuni degli auspici contenuti nel *report* OCSE, *The design and implementation of mission-oriented policies*, 2021. In un recente intervento, *A New Global Economic Consensus*, consultabile sul portale *Project Syndicate*, 2021, M. MAZZUCATO ha sottolineato come la pandemia abbia messo in luce le «deficiencies of economic deregulation and market liberalization»: da qui «a new policymaking paradigm is emerging. But its success depends on concrete reforms and the creation of new mission-driven institutions» (enfasi aggiunta).



26/2021, cui ha fatto seguito il regolamento del Patrimonio, adottato dal Consiglio di Amministrazione di CDP e approvato dal MEF nel maggio 2021. Si tratta di un patrimonio destinato che ha come finalità, stando alla lettera del decreto, il «sostegno» e il «rilancio» del sistema economico produttivo italiano, operando – volendo approssimare, tramite la sottoscrizione di aumenti del capitale sociale o di prestiti obbligazionari convertibili o con l’acquisto di azioni sul mercato secondario – «in considerazione dell’incidenza dell’impresa con riferimento allo sviluppo tecnologico, alle infrastrutture critiche e strategiche, alle filiere produttive e strategiche, alla sostenibilità ambientale, alla rete logistica e dei rifornimenti, ai livelli occupazionali e del mercato del lavoro».

Molto si è detto, in modo autorevole, in ordine: a) alle ambiguità sistematiche del Patrimonio, nonché alla riconducibilità dello stesso ai confini tradizionali del patrimonio destinato a un singolo affare (ovvero all’opportunità di configurare la misura che in questione come *tertium genus*, attese le molteplici garanzie, deroghe ed esenzioni, rispetto al reticolato codicistico, di cui gode quest’ultima)<sup>9</sup>; b) alla possibilità di recuperare la sottocategoria, di elaborazione dottrinale, dei «patrimoni destinati legali»<sup>10</sup>; c) alla composizione del Patrimonio segregato, quasi interamente costituito da beni e rapporti giuridici apportati dal MEF, assieme, necessariamente, «*dominus* e apportatore» (e ciò comporta, si comprende, conseguenze e perplessità non di poco conto sull’ampiezza delle prerogative sostanziali di cui gode il Ministero)<sup>11</sup>; d) alle peculiarità dei due regimi, quello transitorio del *Temporary Framework* eurounitario sugli aiuti di Stato e quello ordinario (in coerenza con il principio dell’operatore privato in un’economia di mercato) delle condizioni di mercato, nell’ambito dei quali CDP è chiamata ad

---

<sup>9</sup> A. ZOPPINI, *Note sparse a margine del patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti*, in *Riv. soc.*, 4, 2020, 956 ss.

<sup>10</sup> P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia*, cit., 259; gli AA. a loro volta rimandano alle riflessioni già avanzate da R. SANTAGATA, *Dei patrimoni destinati a uno specifico affare. Sub artt. 2447-bis-2447-decies*, in *Il Codice Civile. Commentato fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli*, Milano, 2014, 24 ss.

<sup>11</sup> P. FAGGIANA, G. FUMAROLA, *Il diritto societario della pandemia*, cit., 262; C. MAURO, *I nuovi paradigmi funzionali di Cassa Depositi e Prestiti (CDP) nel patrimonio destinato*, in *Amministrativamente*, 4, 2022, 431 ss.

intervenire a condizioni parzialmente dissimili<sup>12</sup>; e) alla natura forse oltremodo “selettiva” – ma si è sostenuto anche l’opposto – e dei requisiti soggettivi di accesso richiesti alle imprese beneficiarie degli interventi del Patrimonio e del procedimento di scelta delle stesse, consegnato alla piena discrezionalità di CDP<sup>13</sup>; f) più in generale, alla possibilità di discutere di un inedito «*private equity* di Stato»<sup>14</sup>; g) alla relazione fra CDP e la normativa del Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (TUSP, d. lgs. 175/2016), nell’ambito dell’indagine sui vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche post-pandemia<sup>15</sup>; h) all’ipotesi che si vada delineando un autonomo testo unico delle società partecipate da CDP<sup>16</sup>.

Ciò che preme qui rimarcare è, tuttavia, che non si fatica a rintracciare la legittimità di chi ha correttamente precisato che la logica dell’investitore privato su cui riposa l’operato della Cassa tramite il Patrimonio attenga squisitamente alle modalità tecniche di attuazione di intervento, presentando lo stesso un indissolubile «vincolo di scopo» con i bollenti spiriti governativi e con gli obiettivi della *policy* stabiliti dal Legislatore. Un «ancoraggio», in altre parole, che trova la sua origine in un rapporto che *ex lege* risulta di «esplicita direzionalità», «finalizzazione» e «funzionalizzazione»<sup>17</sup>, immediatamente, ai principî che sorreggono il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR)<sup>18</sup> e,

---

<sup>12</sup> V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato. Lineamenti delle ricapitalizzazioni emergenziali*, Torino, 2020, *passim*; M. PALMIERI, *La ricapitalizzazione pubblica delle imprese nel «Decreto Rilancio». Luci e ombre di un New Deal post Covid-19*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2020, 441 ss.; E.G. ASSANTI, G. DI MARTINO, *La Cassa depositi e prestiti quale asset strategico per lo sviluppo economico nazionale*, in *Diritto costituzionale*, 2, 2022, 128 ss.

<sup>13</sup> V. DONATIVI, A. MALTONI, *Cassa Depositi e Prestiti*, cit., 153 ss.; V. MINERVINI, *L’improvvisa «accelerazione» (post COVID) dell’azionariato di Stato. Il patrimonio destinato di cui all’art. 27 D.L. Rilancio*, in *Giur. Comm.*, I, 2021, 230 ss.

<sup>14</sup> A. SACCO GINEVRI, *Il private equity di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio*, in *Analisi giur. econ.*, I-II, 2021, 93 ss.

<sup>15</sup> F. VESSIA, *I vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche nel post-pandemia*, in *Società*, 4, 2021, 409 ss.

<sup>16</sup> V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 29 ss.

<sup>17</sup> M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura*, cit., 111 ss.; V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 97 ss.

<sup>18</sup> Su cui, per tutti, v. M. DUGATO, *L’intervento pubblico per l’inclusione, la coesione, l’innovazione e la sostenibilità ed il ruolo del servizio pubblico locale nel Piano nazionale di ripresa e resilienza*, in *Munus*, 12, 2022, 1 ss.; M. CLARICH, *Il*

perciò, all’architettura riformatrice del NGEU, e, più in generale, agli obiettivi di transizione *green* e digitale e di protezione dell’ambiente, come modellati, e di volta in volta ridefiniti, dal fermento regolatorio domestico e sovranazionale. Ed allora risulta semplice immaginare come il Patrimonio – non ancora pienamente operativo, a tre anni dalla sua costituzione – si muova, strumentalmente, lungo le linee di investimento del Piano, correggendo i propri interventi ogniqualvolta si modifichi e si rinnovi il Piano stesso (come da ultimo avvenuto con l’aggiunta del capitolo *RePowerEu*<sup>19</sup>)<sup>20</sup>.

La seconda angolatura, invece, è più ampia – ma, si proverà a sostenere, in sintonia rispetto a quanto appena menzionato – ed attiene allo *status* eurounitario di Istituto Nazionale di Promozione (d’ora innanzi anche INP, o Banca Nazionale di Promozione), la cui articolata missione originaria, assegnata dalla Commissione europea, è per l’appunto «promozionale», ovvero, in via generale, di sostegno pubblico, pur sempre nel rispetto dei principi europei di concorrenza e compatibilità con gli aiuti di Stato, ai fallimenti di mercato e di incentivo per investimenti a lungo termine, su mandato pubblico ed in coordinamento con la Banca Europea per gli investimenti (di seguito BEI), bilanciando costantemente interessi pubblici e regole di mercato

---

*PNRR tra diritto europeo e nazionale, un tentativo di inquadramento giuridico*, in *Rassegna Astrid 1*, 2021, 1 ss.; M. MACCHIA, *La governance del Piano di ripresa*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 6, 2021, 733 ss.; G.B. MATTARELLA, L. FIORENTINO, M. CARDONE (a cura di), *La gestione del Recovery Plan. Le amministrazioni pubbliche tra esigenze di riforma e problemi operativi*, in *Amministrazione in Cammino, Quaderni*, 2021.

<sup>19</sup> *RePowerEu* è il piano, guidato dal triplice obiettivo di risparmiare energia, produrre energia pulita e diversificare il nostro approvvigionamento energetico, presentato dalla Commissione europea nel luglio 2022 per porre fine alla dipendenza dell’Unione europea dai combustibili fossili della Russia ed affrontare la crisi climatica ([https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe\\_it](https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repowereu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_it)). L’Italia ha presentato alla Commissione il rinnovato PNRR – con la proposta di revisione di ben 144 investimenti e riforme relative alle sei aree tematiche del piano –, con l’aggiunta del capitolo *RePowerEu*, nell’agosto 2023.

<sup>20</sup> Non è, questa, la sola spia della “distorsione” del Patrimonio e della sistematica finalizzazione alle priorità del decisore pubblico, come si dirà *infra* con riguardo ai *golden power*.

ed operando con sufficiente redditività<sup>21</sup>; qualifica, questa, accordata *ex lege* alla Cassa (così come alle omologhe francese, tedesca, spagnola, portoghese ed alle molteplici esperienze che su questa falsariga sono state inaugurate da altre nazioni) a partire dal 2016, sancita, a livello nazionale, dall'art. 1, commi 822-830, l. 208/2015.

Non si possono in questa sede ripercorrere compiutamente i caratteri di maggiore peculiarità, e le criticità, che interessano questo nuovo paradigma *sui generis* di intervento pubblico nell'economia a livello nazionale ed europeo, flessibile e ispirato «più ad azioni di carattere coordinato sistemico e multisettoriale, invece, che ad approcci settoriali»<sup>22</sup>. Ci si limita a rilevare come il ruolo di Banca Nazionale di Promozione di CDP si sia, nella sua fase di “esordio”, inserito nell'ambito dell'attuazione del Piano europeo d'investimento (*Piano Juncker*)<sup>23</sup> lanciato dalla Commissione per il quinquennio 2015-2020. Piano, questo, poggiato su tre pilastri, tra cui il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS, disciplinato dai Regolamenti Ue 2013/1291 e 2013/1316, successivamente modificati dal Regolamento Ue 2015/1017): un fondo separato (con una iniziale garanzia pubblica europea irrevocabile e incondizionata di oltre 20 miliardi di euro, dei quali 5 della BEI, poi ulteriormente rafforzati con il FEIS 2.0), di cui beneficia direttamente la stessa BEI, costituito, per l'appunto, per favorire finanziamenti ed investimenti in settori strategici – nonché sostenere «addizionalmente» anche quelli ad alto rischio – e correggere e colmare i fallimenti di mercato<sup>24</sup>.

---

<sup>21</sup> Ai sensi dell'art. 2, co. 1, n. 3 del Regolamento Ue 2017/2015, gli INP sono «le entità giuridiche che espletano attività finanziarie su base professionale, cui è stato conferito un mandato da uno Stato membro o da un'entità di uno Stato membro, a livello centrale, regionale o locale, per svolgere attività di sviluppo o di promozione».

<sup>22</sup> G. MULAZZANI, *La Cassa Depositi e Prestiti e la riforma amministrativa*, cit., 235.

<sup>23</sup> F. BASSANINI, E. REVIGLIO, *Gli investimenti di lungo periodo in Europa dalla crisi finanziaria al Piano Juncker*, in *Rassegna Astrid 11*, 2015; P. ATELLA, A. BUA, G. CADEDDU, G. CARONARO, M. CERRITELLI, M. COLOMBO, F. FASOLINO, M. NASEDDU, P. RUBINO, S. SCREPANTI, *Il ruolo di CDP come Istituto nazionale di promozione. Fondi SIAE e risorse del piano Juncker: potenzialità e sinergie anche per gli investimenti locali*, in *IFEL Fondazioni ANCI, Istituto per la Finanza e l'economia locale, Strumenti finanziari per gli investimenti pubblici nella politica di coesione 2014-2020*, Roma, 2016.

<sup>24</sup> S. SCREPANTI, *L'intervento europeo a favore degli investimenti infrastrutturali*, in S. SCREPANTI, A. VIGNERI (a cura di), *Gli investimenti in infrastrutture e*

A questa pur incoraggiante partenza – molteplici e variegati sono stati infatti gli interventi attuati con la spinta propulsiva del FEIS, non senza alcune “correzioni di rotta”<sup>25</sup> – è subentrata l’istituzione del *Piano InvestEU*, proposto dalla Commissione per il sessennio 2021-2027, come risulta dal Regolamento Ue 2021/523, poi integrato dal Regolamento Ue 2021/241, che, come noto, ha dato forma al NGEU.

Tramite l’attuazione di tale Piano, fondato su quattro pilastri<sup>26</sup> – tra cui l’omonimo Fondo, che sostituisce il FEIS –, la Commissione ha proposto di raggruppare i diversi strumenti finanziari (prestiti, garanzie ed *equity*) dell’Unione europea<sup>27</sup>; inoltre, alla garanzia europea – ampliata ad oltre 26 miliardi di euro, attinti anche dal NGEU, e divisa in due comparti, quello Ue e quello dei singoli Stati – possono adesso accedere direttamente anche i singoli INP, che divengono pertanto «partner esecutivi»<sup>28</sup> al pari della BEI; il Piano stima di mobilitare investimenti per più di 372 miliardi di euro nel Vecchio Continente, destinando almeno il 30% ad obiettivi climatici; soprattutto, il nuovo Fondo, diversamente dal FEIS, si poggia su quattro settori di riferimento<sup>29</sup> e risulta avere un «focus specifico sulle infrastrutture sostenibili (energia rinnovabile, connettività digitale, trasporti,

---

*l'intervento dello Stato «promotore», IRPA Working Paper 3, 2021, 45 ss.; V. BONFITTO, Gli istituti nazionali di promozione, in Lo Stato promotore, cit., 120 ss.; G.M. CARUSO, Le Banche Nazionali di promozione: profili comuni e differenziali nella disciplina di un nuovo strumento d'intervento pubblico nell'economia, in EPBL, 2020, 3 ss.; con rilievi anche critici, A. PISANESCHI, La Cassa Depositi e prestiti tra holding pubblica di partecipazioni, banca nazionale di promozione e operatore nel turnaround industriale, in European Public Banking Law, 2020, 11 ss.*

<sup>25</sup> S. SCREPANTI, *L'intervento europeo*, cit., 47 ss.

<sup>26</sup> Il già menzionato Fondo InvestEU; il Polo di consulenza InvestEU; il Portale InvestEU; le operazioni di finanziamento misto: appare evidente come anche la attività di *advisory*, con la necessità di competenze tecniche, acquisisca maggiore centralità.

<sup>27</sup> Sul punto, si veda la ricostruzione precisa di V. MANZETTI, *Cassa depositi e prestiti. Paradigma italiano delle banche nazionali di promozione*, Napoli, 2021, *passim*, nonché E. TATÌ, *Il Programma InvestEU e la Banca europea degli investimenti nella governance economica europea*, in *Diritto costituzionale*, 2, 2022, 50 ss., G. MULAZZANI, *La vocazione poliedrica della Cassa depositi e prestiti nel prisma del rapporto tra Stato e mercato*, in *Munus*, 1, 2022, 41 ss.

<sup>28</sup> S. SCREPANTI, *Gli istituti nazionali di promozione*, in *Gli investimenti in infrastrutture*, cit., 50.

<sup>29</sup> Infrastrutture sostenibili; ricerca, innovazione e digitalizzazione; PMI; investimenti sociali e competenze.

economia circolare, acqua, rifiuti)»<sup>30</sup>, nella cui direzione sono pertanto incanalate le iniziative, adesso «sinergiche», tra il piano europeo con la BEI (che diviene così sussidiario) e quello nazionale con le risorse dei singoli INP, di stimolo, tramite l'intervento pubblico multilivello, per investimenti "coraggiosi" e di lungo periodo da parte dei privati, anche in forma di partenariato (uno sfortunato paradigma che potrebbe trovare nuova linfa nella stagione post-pandemica). Insomma, si prospetta una fase contrassegnata dalla programmazione «a un tempo esogena (con finanziamenti a valere sul bilancio europeo) ed endogena (esecuzione da parte statale alla luce delle peculiarità individuate)»<sup>31</sup>: prospettive convergenti, queste, che da un lato rivalutano lo Stato quale attore nelle dinamiche economiche e dall'altro fissano condizionalità positive di matrice europea per conseguire obiettivi comuni.

Ben si comprende allora come siffatto piano consegnato al Gruppo CDP – CDP SpA e CDP Equity sono state ritenute, nel processo di accreditamento che ha verificato la conformità dei relativi sistemi alla normativa europea, idonee alla gestione dei programmi europei e all'implementazione degli stessi a livello nazionale<sup>32</sup> – una ancora maggiore centralità, perfettamente inserita (anzi, rinsaldata)

---

<sup>30</sup> S. SCREPANTI, *Gli istituti nazionali di promozione*, cit., 48.

<sup>31</sup> G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review*, 1, 2023, 281.

<sup>32</sup> Su delega della Commissione e seguendo gli orientamenti strategici e operativi forniti dallo *Steering Board*. Il Gruppo CDP risulta peraltro l'unico Istituto Nazionale di Promozione ad aver sottoscritto tre accordi nell'ambito del programma InvestEU con la Commissione europea: il primo, si legge sulla sezione dedicata della Cassa, firmato nel luglio 2022, ha visto la mobilitazione di 6,7 milioni di euro per attività di consulenza volte a sostenere «o sviluppo di progetti di investimento nell'area delle infrastrutture sociali e sostenibili»; il secondo, sottoscritto nell'ottobre 2022 da CDP Equity, «ha fornito una garanzia per un totale di 260 milioni di euro a sostegno di investimenti destinati allo sviluppo di capitale di rischio italiano per complessivi 520 milioni di euro»; il terzo, sottoscritto nel febbraio 2023, è un accordo di garanzia che punta a sbloccare fino a 750 milioni di euro di nuovi finanziamenti di CDP «da destinare a investimenti in tutta Italia a sostegno della ricerca e dello sviluppo e della transizione ecologica delle imprese, delle infrastrutture sociali e sostenibili e, per la prima volta, di progetti di edilizia sociale a prezzi accessibili»: così su [https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/investeu-accordo-fra-commissione-europea-e-cassa-depositi-e-prestiti-nuovi-investimenti-italia-fino-2023-02-16\\_it](https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/investeu-accordo-fra-commissione-europea-e-cassa-depositi-e-prestiti-nuovi-investimenti-italia-fino-2023-02-16_it).

nell'intelaiatura del NGEU, in armonia con il *Green Deal*<sup>33</sup> e, oggi, con il *Green Industrial Deal*; viene, in altre parole, certificata la vocazione degli INP a strumenti principi di recepimento e attuazione della progettazione eurostatale<sup>34</sup>. Del resto, è a tal possibile rintracciare una congiunzione con il magmatico quadro regolatorio, che c'è già chi caldeggia una mutazione – consacrandone le nuove missioni – della Cassa in «Banca promozionale del clima»<sup>35</sup>.

## 2. I documenti della Cassa: un obiettivo sovraordinato di sistema in un quadro complesso

La spinta alla sostenibilità che in questa sede si tenta di osservare si inserisce in un quadro di riferimento complesso. Per ciò che è qui di interesse, è appena il caso di ricordare, oltre alle già menzionate strategie, il Piano d'azione della Commissione per finanziare la crescita sostenibile, nell'ambito del quale risultano degni di menzione il Regolamento Ue 2019/2088 (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, anche SFDR, che ha la finalità di armonizzare le informazioni che i partecipanti ai mercati finanziari devono fornire agli investitori in materia di sostenibilità) e, ancor di più, il Regolamento Ue 2020/852 (*Tassonomia UE*, che si prefigge l'obiettivo di determinare i

---

<sup>33</sup> M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Next Generation EU: l'impresa pubblica come strumento giuridico per un intervento pubblico strategico*, in U. MALVAGNA, A. ALIBRANDI SCIARRONE (a cura di), *Sistema produttivo e finanziario post Covid-19: dall'efficienza alla sostenibilità. Voci dal diritto dell'economia*, Pisa, 2021, 413 ss.; S. AMOROSINO, "Neoprogrammazioni" pubbliche o private e mercati in trasformazione, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. 4, 2022, 48 ss.

<sup>34</sup> E ciò, si ben comprende, candidandosi ad essere «principali operatori destinati a interessare questo processo di "finanziarizzazione" del perseguimento dell'interesse generale nazionale ed europeo, in piena aderenza con i principi cardine dell'Agenda 2030 sullo sviluppo sostenibile», così V. MANZETTI, *Brevi spunti di riflessione sul ruolo delle banche nazionali di promozione e l'esigenza di trasformazioni tecnologiche tra Stato e mercato*, in *Bilancio Comunità Persona*, 1, 2022, 139. La stessa A. sottolinea come il governo, nella veste di azionista di riferimento dell'INP, abbia «tutto il diritto di dire alla banca di investire in un certo settore strategico o in una certa area geografica, per fini di sviluppo o per scelta politica, ovvero seguendo un approccio *mission-oriented*»: scenario, quest'ultimo, sempre più concreto, *ibid.*, 138.

<sup>35</sup> M. NOERA, S. AINIO, *Cassa Depositi e Prestiti: National Promotional Bank italiana del clima?*, in *Eccoclimate*, 2022, 1 ss.

criteri per stabilire se un'attività si possa considerare sostenibile da un punto di vista ambientale e climatico, sì da misurare il grado di ecosostenibilità di un intervento); più nello specifico, le iniziative della Commissione in tema di governo societario sostenibile lanciate nel 2020; la proposta di Direttiva *Corporate Sustainability Due Diligence* (sul dovere di diligenza e responsabilità d'impresa, CSDD)<sup>36</sup> della Commissione del febbraio 2022, il cui testo è stato adottato dal Parlamento europeo nel giugno 2023, aprendo alla fase di trilogia; da ultimo, la Direttiva Ue 2022/2464 (*Corporate Sustainability Reporting Directive*, CSRD), adottata dal Parlamento europeo e dal Consiglio dell'Unione europea nel dicembre 2022, che soppianderà, a partire dal 1 gennaio 2024, la Direttiva Ue 2014/95 in tema di *non-financial reporting* (Direttiva NFRD, recepita in Italia con d. lgs. n. 254/2016), che estende il perimetro applicativo soggettivo degli obblighi di rendicontazione non finanziaria (ovvero il mandatorio inserimento, per l'impresa, del dettaglio riguardante il proprio modello di *business* e le politiche aziendali relative al proprio impatto sull'ambiente, sulla società, sull'osservanza dei diritti umani e sul contrasto alla corruzione), su cui occorre subito soffermarsi.

È infatti in particolare quest'ultimo tassello a testimoniare quanto e come appaia in costante mutamento la cornice legislativa e come allo stesso modo, con deferente prontezza, si moduli l'azione "tentacolare" di CDP, che in meno di due anni è intervenuta con mano decisa sulla propria programmazione. Ci si propone adesso di individuare dei primi, pur parziali, itinerari e riscontri di una siffatta "torsione" partendo dall'esame dei più recenti documenti, contabili e politico-programmatici, pubblicati dalla Cassa.

Pur nella consapevolezza di non procedere, così, in modo diacronico all'analisi sul biennio di politiche "curvate" della Cassa, si ritiene sia

---

<sup>36</sup> Per una panoramica, si rinvia a M. STELLA RICHTER JR., "Corporate Sustainability Due Diligence": *noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. soc.*, 4, 2022, 714 ss.; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 1, 2022; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca imp. soc.*, 2022, 391 ss.



necessario, in ogni caso, muovere proprio dal terzo Bilancio Integrato del Gruppo CDP, pubblicato nell'aprile 2023<sup>37</sup>.

Nel documento, che fotografa l'impiego del 70% delle risorse verso obiettivi di sviluppo sostenibile, la Cassa dimostra di aver recepito e applicato preventivamente gli orientamenti della CSRD che – rispetto alla Direttiva ancora vigente – consegna al *reporting* di sostenibilità una nuova dimensione (non solo più “solenne”, sancendone l'inclusione nella relazione sulla gestione, ma anche più profonda e predefinita, introducendo una crescente analiticità dei modelli di informazione non finanziaria, *in primis* con l'abbandono della libertà del modello informativo, in favore di principi comuni obbligatori che renderanno la rendicontazione più rigida e standardizzata, con l'obiettivo di creare un'informativa di sostenibilità comparabile)<sup>38</sup>.

Ebbene, il documento del nostro Gruppo richiama, con riguardo ai criteri di rendicontazione non finanziaria, non solo il già citato d. lgs. 254/2016, quanto anche i *Global Reporting Initiative Sustainability Reporting Standards* (definiti dal *Global Reporting Initiative*, GRI), nonché i principi guida dell'*International “IR” Framework* (pubblicato nel 2021 dall'*International Integrated Reporting Council*, IIRC), i principi contabili del *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) e le raccomandazioni della *Task Force on Climate Related Financial Disclosure* (TCFD)<sup>39</sup>.

A ciò si aggiunga che, con il dichiarato intento di «andare oltre gli attuali obblighi della normativa» e tenuto conto «degli obblighi futuri

---

<sup>37</sup> CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Bilancio integrato 2022* - [https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Bilancio\\_Integrato\\_22-23\\_ITA\\_LIA\\_accessibile.pdf](https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Bilancio_Integrato_22-23_ITA_LIA_accessibile.pdf).

<sup>38</sup> Sul tema, per tutti, si rinvia a M. RESCIGNO, *Note sulle regole dell'impresa sostenibile. Dall'informazione non finanziaria all'informativa sulla sostenibilità*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2022, 165 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *ibid.*, 145 ss.; A. GENOVESE, *Bilanci di sostenibilità, tassonomia UE delle attività economiche ecosostenibili e governo societario*, in *Orizzonti*, 2, 2022, 554 ss.; F. COLASANTO, *La Direttiva CSRD: alcuni profili innovativi in chiave sistematica*, in *Atti del IX Encuentro Italiano-Español de derecho mercantil, “Problemas actuales del gobierno corporativo”* (in corso di pubblicazione, letto per cortesia dell'A.)

<sup>39</sup> Solo nel luglio 2023, la Commissione europea ha infatti adottato i principi europei di rendicontazione di sostenibilità (ESRS – *European Sustainability Reporting Standards*), previsti dalla CSRD.

di rendicontazione», il bilancio presenta informazioni aggiuntive e una rendicontazione delle attività considerate ecosostenibili ai sensi della Tassonomia; soprattutto, fa suo “in anticipo” il criterio della doppia materialità (che fonda l’impianto della CSRD), a mente del quale le imprese sono chiamate a considerare «non solo il modo in cui le tematiche di sostenibilità influenzano le loro *performance*, posizione finanziaria e sviluppo, [...] bensì anche il loro impatto sulle persone e sull’ambiente»: criterio, questo, oltremodo determinante e consacrato solo nel 2021.

Dell’articolata relazione mette conto evidenziare che: *i*) obiettivo dichiarato del Gruppo è, ora, «contribuire concretamente al rilancio dell’economia italiana attraverso un modello di valutazione dei finanziamenti sempre più selettivo e orientato ai criteri ESG» (modello «rischio-rendimento-impatto»); *ii*) il Bilancio in esame è il primo a classificare le risorse impegnate secondo le quattro sfide strategiche (crescita inclusiva e sostenibile; cambiamento climatico e tutela dell’ecosistema; digitalizzazione e innovazione; ripensamento della catena del valore) e i dieci campi di intervento individuati dal “Piano strategico” di CDP<sup>40</sup>. Un Piano, questo, approvato dal CdA di CDP nel novembre 2021, con obiettivi «allineati – si legge – alle missioni del PNRR». È tuttavia la stessa relazione a riconoscere, pur rivendicandone la validità, la (parziale?) obsolescenza dello stesso Piano, le cui priorità di intervento sono state fissate in uno scenario «completamente diverso» dall’attuale e incerto contesto «policrisi» (il documento sorvola, tuttavia, sul volume e sulle conseguenze di tale scenario).

Forse anche a questo si deve (se non, diversamente, ad una ancor più precisa ed esplicita funzionalizzazione) l’approvazione, nel giugno 2022, di un ulteriore Piano da parte del CdA della Cassa: il “Piano ESG”<sup>41</sup>, che «ha posto il primo tassello per la definitiva integrazione della sostenibilità nel sistema organizzativo e operativo aziendale» (con venature, sia concesso, a tratti retoriche). La relazione integrata non

---

<sup>40</sup> CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Piano Strategico 2022-2024. Con l’Italia che cresce. La nuova CDP e le sfide del Paese* - [https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Piano\\_Strategico\\_CDP\\_2022-2024.pdf](https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Piano_Strategico_CDP_2022-2024.pdf).

<sup>41</sup> CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Piano ESG* - [https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP\\_Piano\\_ESG\\_presentazione\\_ITA.pdf](https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Piano_ESG_presentazione_ITA.pdf).

manca poi di destinare spazio alla trattazione delle valutazioni ESG delle operazioni di investimento e finanziamento, illustrando il modello *Sustainable Development Assesment* (SDA, introdotto nel 2020 e integrato con l'evoluzione del *benchmark* internazionale) – adottato dalla Cassa, che permette alla stessa di condurre un'analisi *ex ante* sugli impatti e il rischio secondo i criteri ESG.

Con riguardo a tale ambito tematico, risulta ben più degno di attenzione, tuttavia, il documento “Politica generale di investimento responsabile”, pubblicato da CDP nel settembre 2022 ed applicabile, indiscriminatamente, a tutte le operazioni successive<sup>42</sup>. Nel ribadire che il Gruppo CDP promuove lo sviluppo industriale tramite partecipazioni strategiche, interventi di scopo, *private equity*, *venture capital*, fondi infrastrutturali e immobiliari e che la politica di investimento è ispirata alle quattro sfide già menzionate, il documento si occupa nel dettaglio delle strategie di investimento diretto e indiretto. Con riguardo alla prima vengono definiti due macro-ambiti di intervento (con ruolo di “azionista stabile” nelle imprese che gestiscono infrastrutture chiave e *asset* strategici; e invece di scopo, per stabilizzare o sviluppare specifiche imprese e colmare i ritardi nelle «Aree di Focus», con una strategia predefinita – ma in concreto ancora non chiara – di uscita finalizzata ad assicurare la rotazione del capitale investito); con riguardo alla seconda, si precisa che viene perseguita con l'acquisizione di fondi comuni di investimento, fondi di fondi o in veicoli che investono direttamente in aziende o *start-up*: e ciò, si legge, potenziando il ruolo di CDP nel *private equity* e nel *venture capital*.

Tanto premesso, il documento passa ad elencare un insieme di criteri etici, ambientali e settoriali (in larghissima parte riguardanti principi fondamentali, a dire il vero, sanciti dalla Dichiarazione Universale dei Diritti umani e dalle successive Convenzioni internazionali e Linee Guida) che, ove non rispettati, impedirebbero ogni attività di investimento diretto o indiretto. E sin qui *nulla quaestio*: la precisazione di siffatti (pre)requisiti parrebbe persino ultronea.

Ben più rilevanti, invece, paiono i parametri d'azione individuati dalla Cassa laddove i succitati criteri “preliminari” siano rispettati e si

---

<sup>42</sup> CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *Politica generale di investimento responsabile* - [https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Politica\\_generale\\_di\\_investimento\\_responsabile.pdf](https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Politica_generale_di_investimento_responsabile.pdf)

passi, pertanto, alla fase di *Due Diligence* ed *Execution*: al momento, cioè, operativo dell'intervento. Con riguardo agli investimenti diretti, infatti, viene effettuata una valutazione sull'opportunità dell'operazione attraverso un'istruttoria che ha per oggetto i «profili legali, finanziari, contabili, fiscali, industriali, sociali, ambientali, di *governance* e reputazionali della società oggetto di valutazione», non senza specificare che l'istruttoria sugli aspetti ESG si focalizza su aspetti ambientali, sociali e di etica e di *governance*. Con riferimento agli investimenti indiretti, invece, l'istruttoria condotta da CDP valuta sia le modalità di gestione e investimento adottate dalla società di gestione – «come l'integrazione ESG» – sia i regolamenti e le strategie enunciate per i fondi *target*, valutandone la coerenza con gli obiettivi della strategia di CDP. Il documento precisa, in ogni caso, che per entrambe le categorie di investimenti le informazioni raccolte sono utilizzate per una analisi strutturata dei rischi di natura sociale, ambientale e di *governance* correlati all'operazione di investimento, prevedendosi, in particolare, una valutazione dei rischi ESG ed un'analisi dei presidi di sostenibilità adottati, oltre, ancora, al profilo reputazionale.

Sulla stessa frequenza si posizionano i criteri relativi alla gestione dell'investimento, sicché per entrambi viene effettuato un monitoraggio attivo che può sostanziarsi in iniziative di *engagement* della gestione della società, per discutere linee guida di sviluppo, anche in riferimento alle criticità ESG riscontrate: a ciò si aggiunge l'espressa previsione, per gli investimenti diretti, per cui l'attività di *engagement* viene completata dall'esercizio dei diritti di voto negli organi di *governance*.

Da una prima lettura di siffatti orientamenti “politico-strategici” emerge con nitidezza come il peso attribuito ai criteri ESG ai fini della valutazione circa l'opportunità di un investimento o finanziamento sia affatto diverso da quello, pur consistente, previsto dal decreto ministeriale che ha disciplinato i profili d'azione del Patrimonio. Ed infatti, se certo gli obiettivi di sviluppo sostenibile attraversano nel profondo la costituzione e l'operatività del Patrimonio in entrambi i regimi – dalla scelta dei soggetti beneficiari, di cui infatti già qualcuno, come detto, denunciava la marcata selettività, sino agli impegni<sup>43</sup> che

---

<sup>43</sup> In particolar modo, gli artt. 5-14 del d.m. 26/2021 disciplinano le modalità di intervento del Patrimonio Rilancio nel regime di *Temporary Framework*,

questi ultimi avrebbero dovuto assumere, che certo tengono conto di tali priorità –, parrebbe assistersi, qui, ad un innalzamento degli stessi obiettivi a valore assoluto, con il pericolo che divengano il solo, vero *discrimen* nelle valutazioni discrezionali del “portafoglio” della Cassa e, ancor di più, influenzino in modo determinante le scelte (di “vetrina”, di *business* e soprattutto) strategiche, basilari delle società che ambiscono ad accedere alle misure di sostegno: generando, così, non poche inquietudini anche se si volesse ragionare nell’ottica della tutela del libero gioco concorrenziale, come si avrà modo di ribadire *infra*.

Con riguardo al Patrimonio, del resto, ulteriore certificazione della “torsione” di indirizzi della Cassa, come si evince dalla consultazione della Relazione Finanziaria Annuale 2022, risiede nella riallocazione delle risorse dell’apporto iniziale, deliberata dal CdA della Cassa nel giugno 2022. Tale delibera ha comportato il trasferimento di titoli di Stato per un controvalore di circa 972 milioni al Comparto Fondo Nazionale Ristrutturazioni Imprese (FNRI)<sup>44</sup> e di circa 546 milioni al Comparto Fondo Nazionale Strategico (FNS)<sup>45</sup>: due comparti, questi,

---

annoverando, nell’ambito degli interventi effettuati con la sottoscrizione di prestiti obbligazionari subordinati, il dovere, per l’impresa beneficiaria, di «destinare il finanziamento in misura almeno pari al 40% del valore nominale degli strumenti ad investimenti e progetti, localizzati in Italia, a carattere innovativo ad elevata sostenibilità ambientale»; nondimeno, per quanto concerne gli interventi in regime di mercato, regolati dagli artt. 16-20, nella moltitudine di obblighi che i singoli contratti relativi agli interventi del Patrimonio possono pattuire, figura l’impegno dell’impresa richiedente a utilizzare le risorse acquisite anche «per effettuare investimenti e conseguire obiettivi connessi alla transizione verde e alla trasformazione digitale».

<sup>44</sup> Che si prefigge lo scopo di supportare società in temporaneo squilibrio patrimoniale o finanziario ma con adeguate prospettive di redditività futura, tramite la sottoscrizione di quote o azioni di OICR come fondi di *turnaround*, a riprova della costante espansione delle prerogative di CDP.

<sup>45</sup> Comparto con il Patrimonio partecipa, insieme ad altri investitori di mercato, ad operazioni di investimento in imprese strategiche («Operatività di mercato»): gli strumenti di tale Fondo sono dedicati alle società per azioni con sede legale in Italia e fatturato superiore a cinquanta milioni di euro. Se, stando alle risultanze del Bilancio 2022 della Cassa, il FNS, con un totale attivo di 968 milioni di euro, non aveva ancora avviato interventi (nonostante l’avvio di «numerose interlocuzioni con potenziali beneficiari»), non si fatica a prevedere un significativo mutamento della sua operatività, come suggerisce l’emanazione del d.l. 118/2023, recante «Disposizioni in materia di finanziamento di investimenti di interesse strategico», che all’art. 1 autorizza, per una spesa massima di 2.525 milioni di euro, operazioni di acquisizione o riacquisizione di partecipazioni azionarie in società di rilievo strategico (da

che fungono da strumenti di attuazione della programmazione economica, focalizzati non tanto sugli squilibri post-pandemici, quanto più sulla rilevanza strategica delle imprese. Non si tratta, a ben vedere, della prima riallocazione finanziaria che la Cassa opera, mutando la destinazione di porzioni del Patrimonio (e non solo): già nel 2021, infatti, due miliardi di euro del medesimo Patrimonio sono stati impiegati per l'investimento in fondi di *venture capital* per effetto del d.l. 121/2021, convertito in l. 156/2021.

Ben si comprende, allora, in questo scenario, la portata che potrebbe assumere l'art. 24 del decreto ministeriale sul Patrimonio, che per le sole operazioni di ristrutturazione – il FNRI, appunto, oggi sempre più centrale – stabilisce che i contratti che disciplinano l'intervento del Patrimonio possono «prevedere specifici diritti di *governance* in favore del Patrimonio Destinato, inclusi i diritti di veto su determinate materie ad esso riservate, e i diritti di nomina dei componenti degli organi di amministrazione e controllo dell'impresa beneficiaria e dei dirigenti apicali»: si tratta, è evidente, di un riconoscimento di prerogative pregnanti in capo alla Cassa in forma di *covenants* finanziari<sup>46</sup>.

Tornando al Bilancio Integrato, completano l'attività di CDP e la “vocazione” sostenibile il sempre più importante ruolo di *advisor* a sostegno della PA, con servizi di consulenza per i soggetti attuatori di misure del PNRR (strada, questa, che apre alla gestione dei fondi del Piano da parte del potere “tecnico”) e, ancor di più, l'emissione del *Sustainability Bond*, per un ammontare pari a 750 milioni di euro – la

---

individuarsi con uno o più D.P.C.M.). Come si evince dalle Schede di Lettura del Servizio studi del Senato e della Camera che accompagnano il testo, tale disposizione si riferisce alla vicenda della Rete TIM (recita il documento a p. 10, non senza prestare il fianco a perplessità: «la *NetCo* sarà partecipata dal fondo statunitense Kkr e – in attuazione del decreto legge in commento – dal Tesoro (peraltro – dalle *notizie di stampa diffuse da diversi mesi* – una partecipazione *dovrebbe essere acquistata* anche dalla medesima Cdp)», enfasi aggiunta).

<sup>46</sup> Sul punto, si rinvia alle osservazioni di M. DI RIENZO, *Merito del credito e regolamento negoziale del finanziamento alle imprese*, in *Riv. dir. priv.*, 4, 2014, 513 ss.; R. PENNISI, *La responsabilità della banca nell'esercizio del controllo in forza di covenants finanziari*, in *Riv. dir. soc.*, 3, 2009, 627 ss.; G. GIANNELLI, *Covenants finanziari e finanziamento dell'impresa di gruppo in crisi*, in *ibid.*, 609 ss.; U. PATRONI-GRIFFI, *I covenants finanziari. Note introduttive*, in *ibid.*, 601 ss.; A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *Nuovo dir. soc.*, 7, 2011, 14 ss.

prima obbligazione verde e *social* – ed il perfezionamento del primo *Sustainability-Linked Repo*, uno strumento di raccolta i cui termini finanziari dipendono dal raggiungimento di specifici obiettivi ESG.

Per completezza, si ricorda che la Cassa ha già nel 2021 modificato il proprio Statuto, introducendo il principio di sviluppo sostenibile: «La società, nel perseguire la promozione della sostenibilità economica, sociale e ambientale nel lungo termine a beneficio degli azionisti e tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società, ha per oggetto sociale...». Si tratta, si comprende, di una riproduzione pedissequa delle formule lessicali già adoperate dalle summenzionate Direttive e dal nostrano Codice di autodisciplina delle società quotate del 2020<sup>47</sup> e che certo risente delle più recenti pulsioni costituzionali<sup>48</sup>.

### 3. *Interrogativi conclusivi*

Da quanto appena, pur sommariamente, riportato, tutto sembra convergere nella direzione di una presenza, sempre più nitida, di un superiore obiettivo pubblico di sistema, disegnato, com'è naturale, a livello sovranazionale e raccolto dalla Cassa, cui è concesso – pur sempre nei confini definiti dalla programmazione politico-economica – un significativo margine di discrezionalità nello sviluppo e nella promozione di tale obiettivo. E tale circostanza, alla luce di quanto analizzato, non può che destare alcuni timidi interrogativi conclusivi.

Di seguito si tenterà di enucleare alcune delle tematiche che, su piani affatto diversi – a) rapporto fra Stato e mercato e “vita” della Cassa; b) profili societari; c) dinamiche concorrenziali; d) tracce di nuovi protezionismi; e) *vulnus* democratico – paiono lasciate ancora irrisolte.

---

<sup>47</sup> Su cui A. CETRA, P. CUOMO, “*Responsabilità sociale*” e gestione dell’impresa azionaria nel nuovo codice di corporate governance, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Catania, 2021, 165 ss.

<sup>48</sup> S. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *Analisi giur. econ.*, 1, 2022, 77 ss.

*Un nuovo paradigma del rapporto fra Stato e mercato o un nuovo tassello della mutazione del «Centauro»<sup>49</sup> (o il ritorno degli spettri)?* Sul piano generale, una siffatta funzionalizzazione e finalizzazione non può che portare a domandarsi se si stia assistendo a un (ulteriore) cambiamento del paradigma del rapporto fra Stato e mercato. Sembrerebbe forse più corretto fotografare queste nuove, pur energiche, tendenze, come “l’atto secondo” che si affaccia nella stagione dello «Stato ristrutturatore» e «innovatore», aprendo così al momento dello Stato «resiliente», oltre che promotore, che abbandona quasi del tutto le prospettive di eccezionalità per abbracciare misure e indirizzi più stabili di politica industriale. In ogni caso, non privo di incertezze rimane l’interrogativo in ordine al perpetuo ampliamento – per certi versi sempre più simile ad un ulteriore tassello di un processo di irrimediabile “snaturamento” – delle competenze e dell’operatività della Cassa che, a tratti, sembra essere ancora una *longa manus* in cerca d’autore e “preda dei venti”. Da più parti si è ravvisato, nelle massicce misure di ricapitalizzazione e investimento (e nella trasformazione di strumenti “a tempo” in creature durature), il pericolo di una «GEPIzzazione»<sup>50</sup>, evocando così una delle pagine infelici del Secolo Breve. A ben vedere – ma il tema meriterebbe ben altra trattazione – la minaccia potrebbe persino essere diametralmente opposta rispetto al rischio di assistere a un nuovo salvataggio, ad ogni costo, di imprese decotte a spese della collettività: e cioè che un criterio di sovvenzionamento ispirato a un obiettivo sovraordinato di programmazione politico-economica, come quello appena visto, finisca per estromettere dal mercato numerose imprese, e su questo si tornerà *sub c*); al più, un’analogia con le lezioni della storia<sup>51</sup> dell’IRI<sup>52</sup> e della GEPI<sup>53</sup> potrebbe essere rintracciata nella ingombrante (ed ancora

---

<sup>49</sup> L’espressione si deve a M. MUCCHETTI, *Cassa depositi e prestiti, il nuovo Centauro*, in *Italianieuropei*, 2017.

<sup>50</sup> V. MINERVINI, *Il “nuovo” azionariato di Stato*, cit., 2020, 63.

<sup>51</sup> Risultano ancora attuali alcune delle considerazioni tracciate da A. NINNI, *La Cassa Depositi e Prestiti: il ritorno dello Stato guida (e oltre) in politica industriale*, in *Economia e politica industriale*, 2013, 141 ss.

<sup>52</sup> F. SILVA (a cura di), *Storia dell’IRI. (3) I difficili anni ’70 e i tentativi di rilancio negli anni ’80*, Bari-Roma, 2013.

<sup>53</sup> Per tutti, si rinvia alle preziose riflessioni di C. IBBA, *La Gepi s.p.a. tra diritto pubblico e diritto privato*, in *Giur. Comm.*, II, 1991, 991 ss.



troppo opaca, come si accennerà *sub e*)) intermediazione politica nella sfera economica.

*Un socio «Leviatano di minoranza»? La rigidità e la funzionalizzazione dei criteri premiali nella scelta dell'impresa beneficiaria, supra ricordata – unitamente alle precise misure di monitoraggio e di impegni che interessano quest'ultima nel corso di tutto l'investimento o finanziamento – presenta alcuni profili critici in ambito societario; a ben vedere, non si fatica a immaginare quanto siffatte previsioni possano incidere sulle politiche delle società che si candidano a ricevere il sostegno della Cassa, generando (o imponendo) veri e propri mutamenti sulle scelte di indirizzo della compagine, poi soggetta, nell'ipotesi di idoneità all'investimento, al rispetto di strette regole di condotta e di gestione. Più di un profilo viene allora in rilievo: se si possa discutere di CDP come un socio «Leviatano di minoranza»<sup>54</sup> che influenza, dapprima *ab externo* e poi, eventualmente, nelle vesti di membro della minoranza qualificato ed “orientato”<sup>55</sup>, le basi e la vita della società (potendo, come visto, nelle operazioni di ristrutturazione, financo esercitare un diritto di veto; utile sarà, in ogni caso, analizzare gli strumenti di dialogo e le clausole cui ricorrerà più frequentemente la Cassa nelle singole operazioni), recando con sé interessi – e obiettivi – compositi e non sempre di *short-termism*<sup>56</sup>, anzi; ancora, se questo non rappresenti un passo verso un temperamento del volontarismo che ancora contrassegna l'implementazione di politiche di sostenibilità che*

---

<sup>54</sup> L'efficace espressione è invocata da M. PASSALACQUA, B. CELATI, *Stato che innova e Stato che ristruttura*, cit., 109, i quali a loro volta richiamano il contributo di M. FLORIO, *Per una comparative political economy dell'impresa pubblica: alcuni contributi recenti (2013-2015)*, in *Economia Pubblica*, 2, 2016, 9 ss.

<sup>55</sup> Torna perciò *in auge* il dibattito sulle prerogative e sulla funzione del socio pubblico, su cui, *ex permultis*, C. ANGELICI, *In tema di “Socio Pubblico”*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2015, 175 ss.; A. ZOPPINI, *La società (a partecipazione) pubblica: verso una public corporate governance?*, in *Riv. dir. comm.*, II, 2018, 19 ss.; G.M. CARUSO, *Il socio pubblico fra ruolo e funzione*, in *Amministrare*, 1, 2018, 8 ss., nonché ID., *Il socio pubblico*, Napoli, 2016; il tema è altresì esplorato, con riguardo alle incertezze – e incoerenze – che attraversano l'impianto del TUSP (ma con inquietudini per molti aspetti attuali), in V. CERULLI IRELLI, M. LIBERTINI (a cura di), *Iniziativa economica pubblica e società partecipate*, Milano, 2019, *passim*.

<sup>56</sup> F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Orizzonti*, 1, 2021, 29 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P. SANFILIPPO, R. VIGO (a cura di), *Studi di Diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Catania, 2021, 901 ss.

adottano le singole imprese, alle quali verrebbe ora “imposto”, pur indirettamente, un repentino mutamento di scelte strategiche: in questo, *mutatis mutandis*, potrebbe essere forse utile osservare anche la disciplina degli appalti verdi e la dimensione di mandatorietà che contraddistingue il *Green Public Procurement*<sup>57</sup> nel nuovo Codice dei Contratti pubblici. Dall'altra parte, non ci si può nemmeno esimere dal rilevare come l'iperattivismo che emerge dai documenti esaminati della Cassa ed il sistematico, incessante, aggiornamento delle linee di intervento del Gruppo certo mal si conciliano con le esigenze di stabilità e gli obiettivi di *long-term* intrinseci alle strategie di sostenibilità.

*Un pericolo per la libera concorrenza?* È lecito poi domandarsi – lasciando, sullo sfondo, la cornice, allo stato ancora per molti versi derogatoria, della disciplina delle esenzioni dal divieto degli aiuti di Stato – se lo stringente intreccio che disciplina le rigorose modalità di intervento e la scelta, da parte della Cassa, dei soggetti beneficiari di un investimento o finanziamento, elevando l'adozione di politiche di sostenibilità a primario criterio di selettività e premialità, possa minare le libere dinamiche concorrenziali, rischiando in tal guisa di discriminare più di un'impresa (resta peraltro ferma e sostanzialmente insindacabile la discrezionalità di CDP nella scelta dell'impresa da finanziare), se non di estromettere più di un concorrente e persino “svuotare” il mercato; il rischio di sconvolgimenti anche strutturali – e, conseguentemente, della creazione e del consolidamento di nuove posizioni di strapotere –, insomma, non è peregrino. Vieppiù se si considera la voluta *opacità* dei criteri di selezione, inseriti in un “introvabile” documento interno a CDP che, per contro, dovrebbe essere liberamente accessibile per consentire un controllo democratico pubblico sull'applicazione delle scelte di finanziamento della Cassa, da cui i dubbi *sub e*).

---

<sup>57</sup> Sulla dimensione, nazionale e sovranazionale, del *mandatory approach* per il perseguimento dello sviluppo sostenibile nonché sulla portata delle finalità *antitrust* in materia, E. CARUSO, *I contratti pubblici tra obiettivi di sostenibilità e finalità concorrenziali: alla ricerca di nuovi equilibri*, in *P.A. Persone e Amministrazione*, 10, 2022, 284 ss.; F. FRACCHIA, P. PANTALONE, *Verso una contrattazione pubblica sostenibile e circolare secondo l'Agenda ONU 2030*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2-3, 2022, 243 ss.; A. PERINI, *Appalti verdi: una strategia per lo sviluppo sostenibile*, in *Le Regioni*, 1-2, 2022, 147 ss.

*Intervenire... e proteggere?* Vero è che le iniziative esaminate in questa sede si iscrivono a pieno titolo, come detto, in una rinvigorita forma di “interventismo” pubblico – alimentato, si è detto, da un processo di programmazione multilivello – che, nel caso di specie, assume la forma di misure che operano dall’interno nel mercato italiano, rendendolo più “protetto” o, in ogni caso, condizionandone le dinamiche. Sicché, e in questa sede si possono effettuare unicamente brevi cenni, si potrebbero inquadrare le nuove strategie di investimento di CDP (nonché i *concerns* societari e più squisitamente concorrenziali) con la “lente” di un pur attenuato ritorno ad afflatti protezionistici<sup>58</sup>. Operazione, questa, che permetterebbe di approfondire il tema in oggetto e, in modo trasversale, altre manifestazioni, pure più pervasive, di protezionismo, o comunque difensive, cui si assiste, a livello domestico e non solo. Ed allora – ma anche questo aspetto meriterebbe ben altra trattazione – non può non farsi menzione delle evoluzioni, di stringente attualità, in materia di *golden power* e meccanismi di controllo degli investimenti esteri. Non potendo in questa sede ripercorrere le recenti, tumultuose tappe normative<sup>59</sup>, né i numerosissimi profili critici che questo tema reca con sé, ci si limita a registrare un radicale mutamento di approccio ed una dilatazione, permanente e non più eccezionale, dell’ambito di applicazione di tali poteri speciali e della «amplissima discrezionalità» riconosciuta (anche dai giudici amministrativi)<sup>60</sup> allo Stato per proteggere i «campioni»

---

<sup>58</sup> Del resto, accompagnano il *Sustainability Report 2022* dell’omologa tedesca Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) – capofila nell’adozione di incisive politiche di «promozione» tese allo sviluppo sostenibile – le parole di Stefan Wintel, amministratore delegato della KfW: «We must strengthen the sovereignty and resilience of Germany, Europe and the western world – above all by massively advancing the expansion of renewable energies and thus making ourselves more independent from fossil fuels. As a transformation and promotional bank, we provide the necessary incentives for this», su <https://www.kfw.de/microsites/Microsite/nachhaltigkeitsbericht.kfw.de/en/data/>.

<sup>59</sup> A partire dall’adozione del Regolamento europeo 2019/452, sino alle misure transitorie del *Decreto liquidità*, cui ha fatto seguito l’emanazione dei D.P.C.M. 179/2020 e 180/2020 e, in seguito al conflitto russo-ucraino, la l. 51/2022.

<sup>60</sup> Il riferimento è alla recente sentenza del TAR Lazio 4488/2022 che, con un certo grado di deferenza, ha stabilito come la scelta dello Stato di esercitare i poteri speciali – sia imponendo prescrizioni o condizioni, sia opponendosi all’operazione – sia connotata da una «amplissima discrezionalità» proprio in virtù degli interessi (superiori) salvaguardati; sicché la decisione di esercitare il *golden power* è

italiani e salvaguardare l'interesse nazionale nei settori strategici (nel cui ben duttile novero rientrano oggi financo la filiera agroalimentare e la salute)<sup>61</sup>, con un certo «camaleontismo»<sup>62</sup>. Così, nell'ambito dello Stato «supervisore»<sup>63</sup>, se non proprio «doganiere»<sup>64</sup>, già si è osservato come il *golden power*, ad oggi, rappresenterebbe «una *longa manus* dell'art. 41, terzo comma, Cost., nel senso che funge, in un certo senso, assieme ad altri strumenti di intervento pubblico nell'economia, da riattivatore della funzione di programmazione e controllo dell'attività economica privata, «indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali» (come recita la citata disposizione costituzionale nella formulazione recentemente integrata)»<sup>65</sup>. Considerazione che parrebbe *tout court* valevole anche per le dinamiche sopra osservate che interessano la Cassa<sup>66</sup>. Non a caso, chiara testimonianza dell'intersezione tra queste

---

espressione di «alta amministrazione» (e pertanto contestabile dal sindacato amministrativo solo quando presenti «manifesta illogicità»): sul punto M. CLARICH, G. MARRA, *Golden power: il Giudice conferma il potere dello Stato*, in *questa Rivista – Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2022, 1 ss.

<sup>61</sup> La letteratura in oggetto è ampia; tra i contributi più recenti aventi ad oggetto l'esperienza italiana si segnala F. RIGANTI, *Annotazioni critiche in tema di Golden Powers e Stato regolatore del mercato*, in *Giur.it*, 8/9, 2022, 1909 ss.; F. PRENESTINI, *Golden power: una tela di Penelope*, in *Riv. soc.*, 2-3, 2022, 667 ss.; R. CHIEPPA, *La nuova disciplina del golden power dopo le modifiche del decreto-legge n. 21 del 2022 e della legge di conversione 20 maggio 2022*, in *Federalismi*, 15, 2022; M. MANNA, *I golden powers dalla stagione delle privatizzazioni alle congiunture emergenziali: l'eterno ritorno dello Stato nell'economia*, in *Diritto del Risparmio*, 3, 2022; M. RESCIGNO, E. RIMINI, *Golden power e coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2020, 517 ss.; G. NAPOLITANO, *I golden powers italiani alla prova del Regolamento europeo*, in G. NAPOLITANO (a cura di), *Foreign Direct Investment screening – Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, Bologna, 2020, 136 ss.; A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 1, 2019, 151 ss.

<sup>62</sup> L'espressione si deve a A. SANDULLI, *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico*, in *open.luiss.it*, 2020.

<sup>63</sup> A. SACCO GINEVRI, *L'espansione dei golden powers*, cit., 171 ss.

<sup>64</sup> G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 5, 2019, 549 ss.

<sup>65</sup> A. SANDULLI, *La febbre del Golden power*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 3, 2022, 752.

<sup>66</sup> Una singolare angolatura da cui osservare le nuove spinte protettive nazionali potrebbe essere rappresentata da eventuali mutamenti nella struttura e nelle linee d'azione di CDP Equity S.p.A. Come efficacemente ricostruito da M. BENVENUTI, *La*

due dimensioni, se non di un vero coordinamento verso indirizzi comuni, giunge dalla l. 10/2023<sup>67</sup>: tra le più rilevanti previsioni figura la possibilità, per le imprese destinatarie di misure inerenti all'esercizio di *golden power*, di accedere in via «prioritaria» proprio alle misure di sostegno e capitalizzazione del Patrimonio Rilancio<sup>68</sup> (la cui elastica strumentalità rispetto agli interessi nazionali, strategici e “difensivi”, emerge qui con nitidezza). E si giunge pertanto al più profondo degli interrogativi, che interessa in egual misura tanto l'estensione del perimetro applicativo del *golden power*, quanto le energiche (selettive e forse discriminatorie) iniziative di ricapitalizzazione di CDP: se, insomma gli interessi pubblici siano, ad oggi, più vicini a vere e proprie

---

*spada e lo scudo. Prime note sulle nuove forme di intervento diretto dello Stato nell'economia con finalità di politica industriale*, in *Diritto costituzionale*, 1, 2021, 26-27, tramite quest'ultima, la Cassa persegue in primo luogo l'obiettivo di «favorire la crescita dimensionale, l'aggregazione e il rafforzamento della posizione competitiva sui mercati nazionali e internazionali»; *in secundis*, provvede ad «apportare capitale di rischio ad imprese strategiche “sane” che ne abbiano bisogno per crescere, investire, internazionalizzarsi», anche attraverso il coinvolgimento di fondi sovrani stranieri; per ultimo, esercita «controllo attivo sulla *governance* delle società direttamente e indirettamente partecipate, orientandone le scelte imprenditoriali in vista delle proprie finalità istituzionali e, dunque, del perseguimento dell'interesse pubblico», su cui anche A. AVERARDI, *Potere pubblico e politiche industriali*, Napoli, 2018, e F. BASSANINI, *La politica industriale dopo la crisi*, cit., 445, richiamati dall'A. Se già si è detto dell'incisività delle prerogative di *governance* attribuite alla Cassa, con riguardo al secondo aspetto mette conto di segnalare che (al momento in cui si scrive) CDP Reti S.p.A. è partecipata, dal 2014, al 35% dal gruppo cinese State Grid Corporation of China: il relativo patto parasociale si rinnova in automatico a meno di un intervento governativo, da alcuni prefigurato proprio nell'ambito delle misure di *golden power*, G. CARRER, *Cinesi ancora in CDP Reti? Il governo ha la carta golden power*, su *formiche.net*, 2023.

<sup>67</sup> Che converte il d.l. 187/2022, recante «misure urgenti a tutela dell'interesse nazionale nei settori produttivi strategici».

<sup>68</sup> Oltre che al Fondo per la salvaguardia dei livelli occupazionali e la prosecuzione dell'attività di impresa, ai contratti di sviluppo e agli accordi per l'innovazione. M. CLARICH, *L'intervento dello Stato nell'economia all'epoca della deglobalizzazione*, in *Luiss Law Review*, 2023, 9, sottolinea come tale priorità nell'accesso a misure di sostegno, capitalizzazione e rafforzamento patrimoniale operi «quasi come compensazione» per l'impresa nei confronti della quale vengano esercitati poteri speciali, attribuendo così al decreto in parola, poi convertito in legge, un «carattere quasi ordinatorio» (anche alla luce delle specifiche misure di protezione dell'interesse nazionale previste per il settore degli idrocarburi di cui all'art. 1 del medesimo decreto).

missioni funzionali verso cui vengono, ricorrendo certe condizioni “essenziali” (eppure fortemente discrezionali), orientate le imprese private<sup>69</sup>. Non è mancato, poi, chi, ampliando il raggio di indagine, ha rintracciato nella globalità delle strategie di politica industriale e di programmazione pubblica – compreso l’attuale allentamento e la modifica del quadro sugli aiuti di Stato – una “manovra” difensiva e una contromisura europea «non aggressiva, ma costruttiva» alle minacce che discendono dai programmi economici, questi sì *sine dubio* protezionistici, contenuti nell’*Inflation Reduction Act* statunitense (che pure elevano, in un rapporto di mezzo a fine, la protezione dell’ambiente ad obiettivo primario). Sicché, per l’Autore, l’imperativo dell’interesse generale/nazionale – in base al quale gli Stati e l’entità sovranazionale programmano e realizzano la politica economica – assurge al «rango di *interesse economico europeo* che prelude, per l’appunto, alla realizzazione di una politica di *interesse comune europeo* anche in prospettiva solidale e sussidiaria», come anche confermerebbero le conclusioni cui è giunto il Consiglio europeo lo scorso 9 febbraio<sup>70</sup>.

*Un vulnus democratico?* Tornando alla selettività delle misure di sostegno individuate da CDP, è il caso di evidenziare come il procedimento di individuazione dei criteri e, più in generale, le dinamiche di “interferenze” fra il canale politico ed il processo decisionale della Cassa rimangano ancora, purtroppo, troppo spesso opachi; com’è stato osservato, la scarsa intellegibilità dei flussi decisorî conferma «il dubbio che l’istituzione oscilli tra autocefalia e soprattutto etero-direzione, lasciando insoluto il problema della sua *accountability*»<sup>71</sup>: non aiuta la scarsa reperibilità di numerosi

---

<sup>69</sup> Verrebbe in altre parole rimessa in discussione, nelle fondamenta, la solida interpretazione per cui «l’iniziativa economica pubblica non sia un “diritto-libertà” dello Stato, al pari di quello privato, quanto piuttosto un “dovere-funzione” di intervenire nel mercato solo per supplire alle carenze dei privati, non già per fare concorrenza agli stessi», così F. VESSIA, *I vincoli europei sulle partecipazioni pubbliche nel post-pandemia*, cit., 416 ss. La tematica è stata dettagliatamente indagata dall’A. in ogni suo aspetto: si rimanda alle ricostruzioni e alle riflessioni contenute in ID., *Vincoli europei alle partecipazioni pubbliche e riflessi societari*, Napoli, 2020, 193 ss.

<sup>70</sup> G. LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, cit., 276.

<sup>71</sup> Si rimanda alle articolate riflessioni formulate da M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo*, cit., 28 ss.; l’argomento è stato più di recente ripercorso da P. BRICCO, *Nei*

documenti strategici della Cassa. Anche questo tema meriterebbe ben altro spazio. In questa sede ci si limita a sottolineare la necessità che processi di investimento e finanziamento di siffatta portata siano sorretti da regole di trasparenza e da un controllo democratico. Vero è che studiosi autorevoli hanno tratteggiato degli itinerari percorribili, a partire da una chiara fissazione degli obiettivi di CDP (statutariamente, con una simultanea previsione di una *sunset clause*; o con atto di indirizzo dell'assemblea di CDP; o con atto normativo, ad esempio con un decreto del MEF), fino a una possibile adozione, per la Cassa, del sistema dualistico<sup>72</sup>. Ebbene, senza addentrarsi in problemi più spinosi, preme semplicemente condividere l'idea di chi ha sostenuto che la funzione del *command and control* potrebbe (per sfuggire alla «managerializzazione» e al «soddisfacimento di interessi clientelari e di sottogoverno»), dal lato del Governo, essere coltivata restituendo vigore al Comitato interministeriale per la politica economica – dal 2021, non a caso, rinominato Comitato interministeriale per la programmazione economica e lo sviluppo sostenibile –, cui spetta un potere di direttiva sugli «indirizzi di politica industriale»; dal lato del Parlamento, invece, unitamente all'operato delle Assemblee e delle Commissioni permanenti, passare per una forma di attivismo della (fino ad ora impalpabile) Commissione parlamentare di vigilanza sulla Cassa Depositi e Prestiti (composta da quattro senatori, quattro deputati, tre consiglieri di Stato e un consigliere della Corte dei Conti)<sup>73</sup>. Il tema, del resto, s'inserisce e s'intreccia con la più ampia riflessione intorno alla vera natura del PNRR e all'impatto che il Piano, ponendosi quale «atto normativo» (cioè un «concentrato massimo di indirizzo politico»), ha generato sul sistema delle fonti del diritto e sulla tenuta del sistema

---

*rapporti tra politica e Cassa Depositi e Prestiti serve più trasparenza*, su *Il Sole 24 Ore* del 26 giugno 2023.

<sup>72</sup> L. ENRIQUES, F. MUCCIARELLI, "Governance" pubblica e privata delle politiche pubbliche per obiettivi: una proposta di riforma della "governance" della Cassa Depositi e Prestiti, in *Giur. Comm.*, 2019, I, 1014 ss.

<sup>73</sup> Queste le puntuali osservazioni di M. BENVENUTI, *La spada e lo scudo*, cit., 30 ss.; ma v. anche A. ZITO, *La Commissione di vigilanza sulla Cassa depositi e prestiti: il Parlamento e le nuove forme di intervento pubblico nell'economia*, in *Federalismi*, n. 13, 2021, 274 ss., nonché Y.M. CITINO, *Elementi per una razionalizzazione degli organi bicamerali conseguentemente alla riduzione dei parlamentari: il rilancio della vigilanza sulla Cassa Depositi e Prestiti*, in *Nomos*, 2, 2022, 1 ss.

democratico istituzionale<sup>74</sup>. In questa cornice, dunque, i due primi passi sopra menzionati risultano più che mai necessari, per un controllo e un “coinvolgimento”, cui non potranno che affiancarsi meccanismi di accesso e di trasparenza informativa sempre maggiori.

---

<sup>74</sup> Il tema è approfonditamente indagato da F. BILANCIA, *Indirizzo politico e nuove forme di intervento pubblico nell'economia in attuazione del Recovery and Resilience Facility, tra concorrenza e nuove politiche pubbliche*, in *Costituzionalismo.it*, 1, 2022, 38-41. L'A., nel ricostruire l'articolato apparato governativo di supporto e monitoraggio nell'attuazione del PNRR, evidenzia come «(...) la complessità, la poliedricità, l'ampiezza e le difficoltà di strutturazione in dettaglio degli elementi che compongono il PNRR non hanno consentito al Parlamento italiano un ruolo attivo, più significativo della sua mera approvazione, nella definizione dell'indirizzo politico e degli strumenti di attuazione del progetto pluriennale», confermando così «la deriva di grave crisi della capacità progettuale delle forze partitiche rappresentative, le quali però si risolvono volontariamente nel recepire in atti legislativi le risultanze delle iniziative politiche di altre istituzioni, oggi in special modo del Governo, con ciò formalizzando in atti di indirizzo politico costituzionalmente conformi tali contenuti»; ma v. anche A. SCIORTINO, *PNRR e riflessi sulla forma di governo italiana. Un ritorno all'indirizzo politico «normativo»?», in *Federalismi*, 17, 2021, 235 ss.*



## **Pubblico e privato nella sfera economica: Cassa Depositi e Prestiti e la ricerca di una disciplina generale per il socio pubblico\***

**SOMMARIO:** 1. Introduzione: quadro teorico, ipotesi, oggetto e scopo della ricerca. – 2. La riforma della disciplina sull'amministrazione pubblica in senso efficientistico e privatistico. – 3. L'affermarsi del modello legale speciale, derogatorio ed eccezionale nella disciplina della società a partecipazione pubblica. – 4. La "speciale" qualità del socio pubblico nella Cassa Depositi e Prestiti (CDP). – 4.1. La disciplina derogatoria al testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (TUSPP). – 4.2. Profili funzionali di specialità di CDP. – 4.3. Compiti istituzionali speciali di CDP. – 4.4. La speciale *governance* di CDP. – 5. Conclusioni.

---

\* L'articolo è frutto del lavoro di studio e ricerca che ho svolto durante la primavera del 2023 al Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Pisa nell'ambito del mio programma come ricercatore di diritto dell'economia. L'idea centrale e le principali considerazioni svolte, inoltre, traggono spunto dalla relazione che ho presentato al Convegno ADDE "Il mercato del valore: prospettive di Diritto dell'Economia" svoltosi il 23 giugno 2023 presso il Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Trento. La pubblicazione su questa prestigiosa Rivista è un modo anche per ringraziare Michela Passalacqua per il supporto scientifico fornito nella fase di studio e i preziosi commenti ad una versione preliminare del manoscritto. Un sincero ringraziamento va anche a Sandro Amorosino e Federico Riganti per aver discusso e commentato la mia relazione al Convegno ADDE e a Marco Bodellini, Antonio Davola, Tamara Favaro, Eugenia Machiavello per l'organizzazione scientifica dell'evento.

### 1. *Introduzione: quadro teorico, ipotesi, oggetto e scopo della ricerca*

L'economia neoclassica<sup>1</sup> è una delle scuole di pensiero più influenti e a lungo dominanti nel panorama delle scienze sociali<sup>2</sup>. Vanta una ricca storia intellettuale e si è imposta nell'immaginario comune per l'acuta critica all'intervento dei pubblici poteri nell'economia<sup>3</sup>. Gran parte del successo di questa scuola è dovuto alla teoria del libero mercato<sup>4</sup>. In

---

<sup>1</sup> La teoria economica neoclassica emerse nella seconda metà dell'Ottocento grazie alle opere di Alfred Marshall (*The Pure Theory of Domestic Values*, London, 1879; *The Present Position of Economics*, London, 1885; *Principles of Economics*, London, 1920) e Vilfredo Pareto (*Manuale di economia politica*, 1906; *Trattato di sociologia generale*, 1916) – ma anche di William Stanley Jevons e Leon Walras – come risposta alle teorie classiche di Adam Smith, David Ricardo e Karl Marx. Su Alfred Marshall e i neoclassici inglesi si v. G. BECATTINI, *Introduzione ad A. Marshall, Antologia degli scritti economici*, Bologna, 1981; M. DARDI, *Il giovane Marshall: Accumulazione e mercato*, Bologna, 1984; P. DEANE, *The State and the Economic System*, Oxford, 1989; J. MALONEY, *Marshall, Orthodoxy and the Professionalisation of Economics*, Cambridge, 1985; P. GROENEWEGEN, *A Soaring Eagle: Alfred Marshall 1842-1924*, Cheltenham, 1995. Su Pareto e i neoclassici italiani, si v. L. BRUNI, *Vilfredo Pareto: Alle radici della scienza economica del Novecento*, Firenze, 1999; G. BUSINO, *Vilfredo Pareto*, in *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, vol. III, London, 1987; D. PARISI, *Introduzione all'economia politica*, Bologna, 1986; N. BELLANCA - N. GIOCOLI, *Maffeo Pantaleoni: Il principe degli economisti italiani*, Firenze, 1998; R. FAUCCI, *L'economia politica in Italia: Dal Cinquecento ai nostri giorni*, Torino, 2000. Sulla dottrina neoclassica negli Stati Uniti, si v. E.R. CANTERBERY, *The Making of Economics*, Belmont, 1980; R. B. EKELUND - R. F. HEBERT, *A History of Economic Theory and Method*, New York, 1975; G. ROUTH, *The Origin of Economic Ideas*, London, 1977.

<sup>2</sup> Per maggiori approfondimenti, nella dottrina economica italiana, si v. il capitolo "la costruzione dell'ortodossia neoclassica" di E. SCREPANTI - S. ZAMAGNI, *Profilo di storia del pensiero economico. Dalle origini a Keynes*, III ed., Roma, 2004, 253 ss.; nonché il capitolo "Trionfo e crisi dell'economia neoclassica", in IID., *Profilo di storia del pensiero economico. Gli sviluppi contemporanei*, Roma, 2004, 81 ss.

<sup>3</sup> La dottrina neoclassica è profondamente contraria alle teorie dell'intervento statale come quelle sostenute da John Maynard Keynes o della pianificazione centralizzata dello Stato di Oscar Lange. Ciò in quanto, secondo l'impostazione del pensiero neoclassico, le decisioni dello Stato erano destinate a peccare di parzialità politica, a causa dell'influenza esercitata dai gruppi di interesse coinvolti. Inoltre, le scelte dello Stato su questioni relative a investimenti e capitale erano destinate a dimostrarsi errate, perché le informazioni accessibili allo Stato non potevano competere con quelle offerte dai segnali del mercato.

<sup>4</sup> Il paradigma del libero mercato è centrale nel più recente movimento del neoliberalismo economico che affonda le sue radici nella teoria neoclassica. Fra i

effetti, attraverso il paradigma del libero mercato, molti teorici dell'economia neoclassica hanno potuto riservare alla sfera pubblica una funzione piuttosto limitata, prevedendo che l'intervento dello Stato e delle amministrazioni possa essere giustificato solo quando il fine principale sia quello di rimediare alle situazioni in cui i mercati non riescono ad allocare in modo ottimale ed efficiente le risorse<sup>5</sup>.

In sostanza, secondo questa prospettiva, il ruolo dello Stato nella sfera economica è soprattutto quello di regolare i *market failures*<sup>6</sup>, mentre le altre modalità di intervento dei pubblici poteri, diverse dalla funzione correttiva delle distorsioni dei mercati, sarebbero da ritenersi piuttosto intrusive della libera iniziativa privata, oltre che inefficienti

---

maggiori esponenti di questa corrente di pensiero vi sono Friedrich Von Hayek (*Economics and Knowledge*, in *Economica*, 1937; *The Road to Serfdom*, 1944; *Studies in Philosophy, Politics and Economics*, 1967, trad. it. *Saggi di filosofia, politica e economia*, Messina, 1998; *Competition as a Discovery Procedure*, 1968; *Law, Legislation and Liberty*, 1973-1979, trad. it. *Legge, legislazione e libertà*, Milano, 1986; *Spontaneous ("Crown") Order and Organized ("Made") Order*, in J. Frances (ed.), *Markets, Hierarchies and Networks: The Coordination of Social Life*, 1991; *Profits, Interest and Investment, and other Essays on the Theory of Industrial Fluctuation*, 1939, trad. it. in *Conoscenza, mercato e pianificazione*, Bologna, 1988; *The Constitution on Liberty*, 1960) e Milton Friedman (*Studies in the Quantity Theory of Money*, 1956; *A Theory of the Consumption Function*, 1957; *The Role of Monetary Policy*, in *American Economic Review*, 1968; *The Optimum Quantity of Money*, 1969), Ludwig Von Mises (*Epistemological Problems of Economics*, 1933; *Economic Freedom and Interventionism: An Anthology of Articles and Essays*, 1990; *Human Action: A Treatise on Economics*, 1996), nonché il fondatore della Scuola di Chicago Henry Calvert Simons. Per un'acuta e profonda ricostruzione e discussione sul neoliberalismo si v. M. FOUCAULT, *La nascita della biopolitica: Corso al Collège de France (1978-1979)*, Milano, 2005, spec. 153-175 (sull'ordoliberalismo e neoliberalismo tedesco e francese) e 176-216 (sul neoliberalismo degli Stati Uniti). Nella dottrina giuridica italiana, si v. F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in M. RISPOLI FARINA - A. SCIARRONE ALIBRANDI - E. TONELLI (a cura di), *Regole e mercato*, Torino, 2017; G. DI GASPARE, *Genesi, metodo e prassi del neoliberalismo*, in *Amministrazione In Cammino*, 20 agosto, 2021, 1 ss.; F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*, in *Riv. dir. banc.*, 2, 2022, I, 309 ss.

<sup>5</sup> Per un'impostazione teorica, si v. S. STRANGE, *The Retreat of the State: The Diffusion of Power in the World Economy*, Cambridge, 1999.

<sup>6</sup> Nella dottrina italiana si v. A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000.

per l'allocazione ottimale delle risorse<sup>7</sup>. Il risultato più evidente di questa visione è che nella maggior parte dei paesi delle democrazie occidentali, Europa compresa<sup>8</sup>, si è assistito ad un imponente processo di arretramento dell'intervento diretto dello Stato nell'economia a fronte dell'avanzare del mercato<sup>9</sup>, in virtù della capacità di quest'ultimo

---

<sup>7</sup> La teoria neoclassica è stata recentemente messa a dura prova e ampiamente criticata dalla corrente di pensiero dell'economia "evolutiva", che sostiene l'importanza del ruolo imprenditoriale del soggetto pubblico e particolarmente dello Stato e dell'amministrazione per lo sviluppo economico della società attraverso politiche di finanziamento diretto "mission-oriented". Si v. soprattutto le due opere fondamentali di M. MAZZUCATO, *The Entrepreneurial State. Debunking Public vs. Private Sector Myths*, London, 2013 (trad. it. *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, 2014); EAD., *Rethinking Capitalism. Economics and Polity for Sustainable and Inclusive Growth*, Wiley-Blackwell in association with «The Political Quarterly», 2016, (trad. it. *Ripensare il Capitalismo*, Roma-Bari, 2017), nonché gli autori che hanno collaborato e che sono citati in queste due opere. Per l'impostazione teorica da cui partono gli studi dell'economia evolutiva, resta fondamentale l'opera di J. A. SCHUMPETER, *Capitalism, Socialism, and Democracy*, III ed., New York, 1962 [1942] (trad. it., *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano, 1955).

<sup>8</sup> Il fenomeno si può osservare in modo nitido in tutta Europa. Si pensi alla Francia, dove il processo di privatizzazione delle aziende pubbliche è iniziato con le aziende statali appartenenti al settore concorrenziale. Si tratta di aziende soggette al controllo dello Stato attraverso *holding* generali o settoriali, a volte persino integrate in un patrimonio pubblico per effetto di circostanze piuttosto contingenti. Tali aziende possono più facilmente essere funzionali all'iniziativa privata. Per un'utile guida del processo di privatizzazione delle principali economie di mercato in Europa, si v. R.G. RODIO (a cura di), *Le privatizzazioni in Europa*, Padova, 2003. Per la dottrina francese, in passato, si v. M. GÉRARD, *Sur la privatisation, que dit l'économique ?*, in *Reflets et perspectives de la vie économique*, 1987, 307 ss.; per un'impostazione teorica e critica, si v. B. HIBOU, *La Privatisation de États*, Paris, 1999.

<sup>9</sup> In Italia, si pensi ai grandi fenomeni della dismissione delle imprese pubbliche, su cui si v. M. DUGATO - F. MASTRAGOSTINO (a cura di), *Partecipazione, beni e servizi pubblici tra dismissione e gestione*, Bologna, 2014; E. BARUCCI - F. PIEROBON, *Stato e mercato nella Seconda Repubblica. Dalle privatizzazioni alla crisi finanziaria*, Bologna, 2011. Per una prima discussione, si v. V. COZZOLI, *Un decennio di privatizzazioni la cessione di Telecom Italia*, Milano, 2004; Si pensi anche alle dismissioni e alle conseguenti privatizzazioni degli enti pubblici economici di gestione come l'IRI, ENEL, ENI avvenuta con la legge 8 agosto 1992, n. 359. Su questi profili, si v. S. CASSESE, *Partecipazioni statali ed enti di gestione*, Milano, 1962; F. MERUSI, *Le direttive governative nei confronti degli enti di gestione*, Milano, 1977; G. VESPERINI, *Privatizzazioni e trasformazioni dell'impresa pubblica in Italia*, in *Corr. giur.*, 1992, 1267. Inoltre, per una ricostruzione riguardante la trasformazione

di garantire, attraverso la sua rete di attori privati, la dinamicità, la competitività, l'innovatività e l'efficienza<sup>10</sup>.

Da ciò sono scaturiti due rilevanti fenomeni sul versante giuridico. Il primo è quello che ha visto l'affermarsi della regolazione come fine principale dell'intervento dello Stato e delle amministrazioni pubbliche nella sfera economica. Il secondo è il considerevole processo di privatizzazione dei settori gestiti dalla sfera pubblica<sup>11</sup> e di liberalizzazione ed esternalizzazione dei servizi statali in favore dei fornitori privati<sup>12</sup>. Entrambi i fenomeni possono considerarsi un tratto

---

degli enti pubblici in società per azioni, si v. N. IRTI, *Dall'ente pubblico economico alla società per azioni (profilo storico-giuridico)*, in *Riv. soc.*, 1993, 465.

<sup>10</sup> Sull'argomento, si v. F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in M. RISPOLI FARINA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, E. TONELLI (a cura di), *Regole e mercato*, vol. II, Torino, 2017.

<sup>11</sup> Sul processo delle privatizzazioni in Italia, con particolare riferimento alle imprese pubbliche, si v. L. AMMANNATI, *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, Milano, 1995. Inoltre, si v. V. CERULLI IRELLI, *Impresa pubblica, fini sociali, servizi di interesse generale*, in *Riv. It. Dir. Pubbl. Comun.*, 3, 2006, 747 ss., che sottolinea come in Italia il fenomeno si sia tradotto nell'alienazione progressiva di parti consistenti dell'azionariato pubblico e nello smantellamento del sistema organizzativo delle partecipazioni statali.

<sup>12</sup> Per la dottrina giuridica sulle privatizzazioni in Italia a partire dagli anni '90 dello scorso secolo, si v. S. CASSESE, *Le privatizzazioni in Italia*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 38, 1, 1999, 32 ss.; ID., *Stato e mercato dopo privatizzazioni e «deregulation»*, in *Riv. Trim. dir. pubbl.*, 1991, 378 ss.; G. ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. società*, 1994, 387 ss.; N. IRTI, *Le privatizzazioni: forma di società per azioni e titolarità pubblica del capitale*, in *Rass. giur. en. elett.*, Milano, 1995, 847 ss.; P.G. JAEGER, voce *Privatizzazioni, I) Profili generali*, in *Enc. giur.*, XXIV, Roma, 1995, 1 ss.; R. FAZIOLI, *Dalla proprietà alle regole: l'evoluzione dell'intervento pubblico nell'era delle privatizzazioni*, Milano, 1995, 91 ss.; M. CARABBA, *Privatizzazione di imprese ed attività economiche*, in *Dig. disc. pubbl.*, XI, Torino, 1996, 558 ss.; F. BONELLI, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, Milano, 1996, 50 ss.; M. CLARICH, *Privatizzazioni e trasformazioni in atto nell'amministrazione italiana*, in *Studi in onore di Feliciano Benvenuti*, II, Modena, 1996, 544 ss.; M. SANINO, *Le privatizzazioni. Stato attuale e problematiche emergenti*, Roma, 1997; S. ZAMBELLI, *Le privatizzazioni in Italia: aspetti giuridici ed economici*, in *Il diritto dell'economia*, 1997, 647 ss.; F. DI PORTO, *Note sul regime giuridico delle privatizzazioni in Italia. In particolare nei servizi pubblici essenziali*, in *Giur. comm.*, 1999, I, 757 ss.; S. FOIS, *Servizi e interessi tra privatizzazioni e regolazione pubblica*, in AA.VV., *Interessi pubblici nella disciplina delle public companies, enti privatizzati e controlli*, Milano, 2000, 43 ss.; M. ROLI, *Privatizzazioni*, in *Enc. dir.*, agg. IV, Milano, 2000, 994 ss.; E. FRENI, *La privatizzazione delle imprese pubbliche*, in *Giorn. dir. amm.*, 2004, 263 ss.; F.A. ROVERSI MONACO, *Gli interventi pubblici in campo economico*, in *Diritto*

distintivo della teoria neoclassica<sup>13</sup>, finalizzata ad accrescere la funzione dei mercati e ridurre il ruolo dello Stato e delle amministrazioni pubbliche nella sfera economica<sup>14</sup>.

Tali fenomeni si sono verificati in gran parte dell'Europa dove maggiormente si sono potute osservare le privatizzazioni delle imprese pubbliche e i trasferimenti al settore privato del controllo esercitato dalle amministrazioni<sup>15</sup>. Inoltre, alle ragioni congiunturali e nazionali si sono aggiunte giustificazioni strutturali e dinamiche istituzionali<sup>16</sup>. In particolare, dall'entrata in vigore del Trattato sull'Unione Europea (TUE), il quadro delle politiche economiche dei Paesi membri, dal punto di vista dei *deficit* di bilancio, dell'ammontare del debito pubblico e dei tassi di inflazione, ha portato alla riduzione della spesa pubblica, con conseguente ricorso al finanziamento privato per attività precedentemente gestite esclusivamente dalle amministrazioni pubbliche<sup>17</sup>.

---

*amministrativo*, in L. MAZZAROLLI - G. PERICU - A. ROMANO - F.A. ROVERSI MONACO - F.G. SCOCA (a cura di), II, Bologna, 2005; A. ZIROLDI, *Privatizzazione formale e privatizzazione sostanziale*, in M. CAMMELLI - M. DUGATO (a cura di), *Studi in tema di società a partecipazione pubblica*, Torino, 2008, 17 ss.

<sup>13</sup> Sull'argomento, per una visione teorica nell'ordinamento italiano, si v. A. PIZZORUSSO, *Su alcuni problemi in materia di fonti del diritto pubblico dell'economia*, in AA.VV., *Stato ed economia. Scritti in ricordo di D. Serrani*, Milano, 1984, 3 ss.

<sup>14</sup> Si v. M.R. FERRARESE, *Privatizzazioni, poteri invisibili e infrastrutture giuridiche globali*, in *Dir. pubbl.*, 3, 2021, 871 ss.

<sup>15</sup> Per una ricostruzione molto efficace, nella dottrina economica italiana, si v. I. MUSU, *Pensiero economico e diritto: più teorie economiche, ma terreni comuni*, in *Note di lavoro, Università Ca' Foscari di Venezia, Dipartimento di Scienze Economiche*, No. 06 NL, 2006, 1 ss. Inoltre, si v. ID. *Pensiero economico e diritto*, in P. CIOCCA e I. MUSU (a cura di), *Economia per il diritto*, Milano, 2006, 46 ss.; nonché P. CIOCCA, *Come funziona e come non funziona una economia di mercato*, in *Economia per il diritto, op. cit.*, 19 ss. Nella dottrina straniera, si v. T. LAWSON, *What is this "school" called neoclassical economics?*, in *Cambridge Journal of Economics*, 37(5), 2013, 947-983.

<sup>16</sup> Su questi aspetti, si v. F. CAPRIGLIONE, *L'Unione bancaria. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; nonché F. CAPRIGLIONE - A. TROISI, *L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi*, Torino, 2014.

<sup>17</sup> Su cui si v. J. CLIFTON - F. COMÍN - D. DIAZ-FUENTES, *Privatizing public enterprises in the European Union 1960-2002: Ideological, pragmatic, Inevitable?*, in *Journal of European Public Policy*, 13(5), 2006, 736 ss. Inoltre, per uno studio

Il risultato più immediato è stato il ritiro totale o parziale delle amministrazioni pubbliche dai principali settori di investimento<sup>18</sup>. Allo stesso modo, la parità di trattamento tra imprese pubbliche e private, sancita dal diritto europeo all'articolo 106 del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), ha comportato una certa perdita di specificità nell'intervento diretto dei poteri pubblici nell'economia, fatta salva la riserva, pur importante, della gestione dei servizi di interesse economico generale (SIEG). Pertanto, gli Stati dell'UE hanno rivalutato l'utilità di mantenere (o meno) alcune imprese all'interno del settore pubblico, nonostante la chiara formulazione dell'articolo 345 TFUE<sup>19</sup>. In definitiva, l'esito più immediato è stato che l'ordinamento europeo e il mercato interno hanno favorito la privatizzazione delle imprese pubbliche.

Vi è però un altro risultato, molto meno evidente ma non di minore importanza, che questo contributo vuole mettere al centro del dibattito degli studiosi di diritto dell'economia. Si tratta di un profilo poco esplorato e purtuttavia cruciale negli studi giuridici di questo settore, perché permette di cogliere da un'altra angolazione la portata dell'influenza che la teoria neoclassica ha avuto e tuttora sta avendo sulla natura e le funzioni della disciplina pubblicistica dell'economia negli ordinamenti delle democrazie occidentali. Si intende fare riferimento all'affermarsi, nei sistemi legali basati sull'economia di mercato, di normative sistematiche e settoriali di tipo derogatorio, eccezionale e speciale<sup>20</sup>, rispetto a quella ordinaria di matrice privatistica<sup>21</sup>, che tendono a equiparare e disciplinare l'attore pubblico

---

settoriale in chiave storica, si v. R. MILLWARD, *Private and public enterprises in Europe: Energy, telecommunications and transport 1830–1990*, Cambridge, 2005.

<sup>18</sup> In questi termini, per una prima discussione, si v. N. THIRION, *Existe-t-il des limites juridiques à la privatisation des entreprises publiques?*, in *Revue internationale de droit économique*, (16)4, 2002, 627 ss.

<sup>19</sup> L'art. 345 TFUE stabilisce che "I trattati lasciano del tutto impregiudicato il regime di proprietà esistente negli Stati membri".

<sup>20</sup> Si v. S. CASSESE, *Gli enti privatizzati come società di diritto speciale: il Consiglio di Stato scopre il diritto naturale*, in *Giorn. dir. amm.*, 1995, 12, 1134 ss.

<sup>21</sup> Si v. G. ZANOBINI, *L'esercizio privato delle funzioni e dei servizi pubblici*, in V. E. ORLANDO (diretto da), *Trattato di diritto amministrativo*, Milano, 1920, II, Pt. III.

alla stregua dell'operatore privato del mercato<sup>22</sup>. A mio modo di vedere, ciò accade specie quando Stato e amministrazioni agiscono nella sfera economica come impresa pubblica<sup>23</sup>, con il risultato di conformare in modo non irrilevante l'organizzazione e le funzioni amministrative a quelle proprie dell'impresa privata, pur in presenza di natura, struttura e fini diversi rispetto al perseguimento dello scopo di lucro e della produzione del profitto tipici delle società di capitali<sup>24</sup>.

È proprio dall'imporsi di tali fonti normative di tipo sistematico e settoriale e, più in generale, dal diffondersi di un certo tipo di idea della disciplina pubblicistica dell'economia come derogatoria, eccezionale e speciale<sup>25</sup>, rispetto alla disciplina privatistica ordinaria, che sorge la

---

<sup>22</sup> Su questo fenomeno, si v. G. MINERVINI, *Contro il diritto speciale delle imprese pubbliche "privatizzate"*, in P.G. MARCHETTI (a cura di), *Le privatizzazioni in Italia*, Milano, 1995, 171.

<sup>23</sup> Si v. L. AMMANNATI, *Società pubbliche per i servizi e concorrenza*, in *Jus*, 1999, 3, 885 ss.; nonché EAD., *Le privatizzazioni delle imprese pubbliche in Italia*, cit., *passim*; mentre, nel settore degli enti locali, EAD., *Servizi pubblici locali, società per azioni a partecipazione pubblica locale e concorrenza*, in *Riv. Giur. quadr. dei serv. pubbl.* 2001, 7 ss. Inoltre, più recentemente, si v. M. PASSALACQUA, *Il 'disordine' dei servizi pubblici locali. Dalla promozione del mercato ai vincoli di finanza pubblica*, Torino, 2016; nonché L. AMMANNATI - R. CAFARI PANICO, *I servizi pubblici: vecchi problemi e nuove regole*, Torino, 2019. Per una discussione sulle deroghe nella normativa settoriale (degli appalti), si v. T. FAVARO, *La riforma (incompiuta) delle clausole sociali nel nuovo Codice dei contratti pubblici*, in E. MALFATTI - L. AZZENA (a cura di), *Poteri normativi del Governo ed effettività dei diritti sociali*, Pisa, 2017, 211 ss.

I servizi pubblici: vecchi problemi e nuove regole

I servizi pubblici: vecchi problemi e nuove regole

<sup>24</sup> Su questo profilo appaiono interessanti le riflessioni di M.R. FERRARESE, *Privatizzazioni, poteri invisibili e infrastrutture giuridiche globali*, op. cit., *passim*, che nel contributo, indagando il ruolo giocato dai poteri privati nell'attuale scenario globale, sostiene come quest'ultimo non sia altro che il risultato di una lunga stagione di privatizzazioni, in cui molti poteri e capacità sono stati trasferiti in mani private, senza tener conto dei diversi settori e delle questioni relative ai diritti. Inoltre, l'A. pone enfasi sul carattere infrastrutturale delle normative private e mette in luce come la sfera privata sia in grado di indicare "non solo la direzione in cui andare, ad esempio il capitalismo finanziario, ma anche come andare in quella direzione, con quali norme, con quali regolazioni, con quali soglie di rischio". Inoltre, si v. L. CASINI, *Potere globale. Regole e decisioni oltre gli Stati*, Bologna, 2018, 15-16; K. PISTOR, *The Code of Capital. How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton, 2019.

<sup>25</sup> Si v. M. LIBERTINI, *Limiti e ruolo dell'iniziativa economica pubblica alla luce del Testo unico sulla società a partecipazione pubblica*, in R. URSI - M. PERRINO (a



principale domanda di ricerca di questo contributo: Stato e amministrazioni sono necessariamente destinati ad essere equiparati e regolati in modo equivalente all'attore privato quando agiscono nella sfera economica in veste imprenditoriale, ovvero, data l'organizzazione pubblica e la funzione per pubblici fini di cui sono connotati negli ordinamenti giuridici democratici, possono (e devono) essere oggetto di una disciplina sostanzialmente diversificata da quella prevista per le imprese private e le società di capitali, non necessariamente disegnata in negativo, ossia in deroga, ma sostanzialmente in positivo e ordinaria?

L'analisi che condurremo in questa ricerca potrebbe essere applicata alle economie sociali di mercato delle democrazie occidentali dove più si è avvertita l'influenza della teoria neoclassica e l'affermarsi dei suoi principi all'interno delle legislazioni nazionali. Tuttavia, focalizzeremo l'attenzione sul sistema legale del nostro ordinamento, l'Italia, al fine di comprendere, in quest'ultimo caso, la portata di una simile visione sul sistema legale di una delle maggiori economie dell'UE. Nel diritto positivo italiano, secondo la prospettiva della presente ricerca, una prova tangibile della sistematizzazione della disciplina pubblicistica nel senso dell'equiparazione dell'attore statale pubblico all'operatore privato, mediante modelli legali e disciplinari di tipo derogatorio e speciale e improntati all'efficienza amministrativa di tipo economico<sup>26</sup>, può essere identificata nel testo unico in materia di società a partecipazione pubblica<sup>27</sup> (TUSPP<sup>28</sup>). In termini concreti, come si avrà modo di evidenziare nel corso dell'indagine, tale legislazione settoriale produce un quadro disciplinare di tipo speciale destinato a regolare in modo derogatorio ed eccezionale la materia delle società a partecipazione pubblica, equiparando socio pubblico e socio privato e, più in generale, Stato e amministrazioni alla stregua dell'operatore del mercato.

---

cura di), *Le società a controllo pubblico*, Torino, 2020, 277 ss., ma spec. 294 ss., il quale mostra come l'influenza del liberismo si sia riverberata anche sull'iniziativa economica pubblica, con lo Stato e le amministrazioni che possono esercitare l'attività di impresa solo in via speciale e nei limiti indicati da specifiche norme di legge.

<sup>26</sup> Sul concetto di efficienza amministrativa in senso economico e sui principali problemi, le criticità e le soluzioni, sia consentito rinviare a D. VESE, *Sull'efficienza amministrativa in senso giuridico*, Padova, 2018.

<sup>27</sup> Si v. M. DUGATO, *Le società a partecipazione pubblica tra efficienza e responsabilità*, in *Munus*, 2016, 3, 521 ss.

<sup>28</sup> Si tratta del decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175 su cui v. *infra* par. 3.

Per dimostrare a livello empirico la validità delle argomentazioni, la presente ricerca prende in esame un modello giuridico dell'ordinamento italiano che appare già a prima vista privilegiato – grazie alla vastità e profondità degli studi svolti su tale ente nella letteratura giuridica – per raggiungere un siffatto obiettivo e ne offre un'analisi sistematica: Cassa Depositi e Prestiti (CDP). Vero è che l'indagine su CDP è strumentale per comprendere se il soggetto pubblico abbia o meno una diversità qualitativa tale da giustificare la deroga in via generale alla normativa del TUSPP e se e in quali casi la disciplina derogatoria possa divenire generale nell'ipotesi specifica, differenziando così, anche nella sfera economica, il socio pubblico dal socio privato quale attore portatore di interessi non necessariamente affini a quelli tipici del mercato.

Sulla base di tale premessa di metodo, l'articolo esplora quindi le funzioni (*cfr.* Paragrafo 4.2.), i compiti (*cfr.* Paragrafo 4.3) e la *governance* (*cfr.* Paragrafo 4.4) alla ricerca degli indici di “specialità” della normativa di CDP, verificando carattere e portata degli effetti che si producono sul versante dell'equiparazione del soggetto pubblico al soggetto privato e inserendo l'analisi empirica e di diritto positivo nel più ampio quadro concettuale e teorico dell'affermarsi di modelli disciplinari pubblicistici di matrice derogatoria ed eccezionale (*cfr.* Paragrafi 2, 3 e 4.1). Da questa prospettiva dell'indagine, inoltre, si approfondiscono gli elementi di natura funzionale e si focalizza l'attenzione sulla ripartizione tra attività riferibili alla gestione separata e alla gestione ordinaria nel contesto della funzionalizzazione di CDP al perseguimento di interessi pubblici. A tal fine, si tiene conto anche delle principali ricostruzioni offerte dalla dottrina sul ruolo di CDP, le quali hanno mostrato come ci si trovi di fronte ad un ente caratterizzato da un modello giuridico proteiforme, a cominciare dalla sua trasformazione in società per azioni<sup>29</sup>.

---

<sup>29</sup> Cfr. V. DONATIVI - A. MALTONI, *La Cassa Depositi e Prestiti. Profili giuridici*, Torino, 2021, XIII. Gli autori, ispirandosi al dipinto di De Chirico “Due maschere”, riportato in copertina del loro libro, spiegano come il carattere proteiforme di CDP derivi dalla conformazione dell'assetto societario che l'ente può assumere in base alla disciplina applicabile nel caso concreto, così da qualificarlo, a seconda dei casi, in: *i*) organismo di diritto pubblico con riguardo alla normativa sugli appalti; *ii*) intermediario finanziario con riferimento alla disapplicazione delle regole prudenziali previste per le banche e i gruppi bancari; *iii*) istituto nazionale di promozione quando agisce come attore economico per le iniziative di investimento a livello europeo.

Nel contesto dell'analisi di diritto positivo sulla *governance*, l'articolo si sofferma ad esaminare particolarmente la coesistenza di socio pubblico e socio privato nell'attuale compagine societaria dove, a differenza del tipico modello della società per azioni, la partecipazione dello Stato come socio pubblico di maggioranza è legata alla presenza di una congerie di fondazioni di origine bancaria come socio privato di minoranza, mettendo in rilievo le implicazioni che ne derivano sul versante della specialità del modello di governo societario di cui CDP è fornito nell'ambito dell'esercizio dei suoi compiti istituzionali a carattere generale per i benefici della collettività. Gli indici di specialità della *governance* di CDP vengono analizzati attraverso le molteplici deroghe che la disciplina pubblicistica prevede al TUSPP e più in generale al diritto comune, nell'ottica di inserire l'indagine nell'ambito del dibattito su pubblico e privato nella sfera economica.

Ricostruito l'assetto dei poteri funzionali e dei compiti istituzionali, sistematizzata la *governance*, sulla base dei risultati dell'analisi empirica e dell'indagine sul dato di diritto positivo, l'articolo argomenta la pluralità dei fattori di specialità che contraddistinguono il socio pubblico in CDP, avanzando la tesi della diversità qualitativa di tale soggetto rispetto al socio privato e mettendo in dubbio la validità della equiparazione pubblico/privato affermatasi tramite modelli legali e disciplinari derogatori, eccezionali e speciali. L'articolo conclude la ricerca sul caso studio della CDP e ne suggerisce un'applicazione a livello generale, proponendo di rimettere al centro del dibattito degli studiosi del diritto dell'economia la necessità di una disciplina pubblicistica non più pensata in deroga al diritto comune, bensì disegnata in via ordinaria e tale da permettere di differenziare il socio pubblico dal socio privato nell'ambito della sfera economica (*cfr.* Paragrafo 5).

## *2. La riforma della disciplina sull'amministrazione pubblica in senso efficientistico e privatistico*

Se volessimo giustificare la scelta dell'ordinamento italiano, come campo d'indagine per condurre la presente analisi sul versante del diritto positivo, potremmo affermare che il sistema legale di questo Paese rappresenta senz'altro un parametro di riferimento e un banco di

prova privilegiato per l'ipotesi da noi avanzata. Ciò è vero, nella misura in cui si riflette sul fatto che proprio in questo ordinamento si è osservato un corposo processo legislativo in materia di impresa pubblica, tuttora in atto, volto a conformare la disciplina prevista per l'intervento dello Stato e delle amministrazioni nella sfera economica, secondo moduli organizzativi e funzionali essenzialmente di matrice privatistica e improntati all'efficienza amministrativa di tipo economico<sup>30</sup>.

Si tratta di modelli di regolazione delle *governance* e delle funzioni generalmente ispirati a criteri di efficacia, efficienza ed economicità e come tali basati su quelli previsti dalla disciplina privatistica per gli operatori del mercato<sup>31</sup>, in vista del perseguimento del profitto e della redditività degli investimenti, come risultato del più generale scopo di lucro di cui sono portatrici le società di capitali nella sfera economica<sup>32</sup>. Guardando al quadro legale generale, va osservato come tali modelli si inseriscono nella corposo riforma dell'amministrazione italiana che ha preso le mosse con la nota legge Madia del 2015<sup>33</sup>, dando luce alla sistematica disciplina pubblicistica di matrice speciale e derogatoria contenuta nel testo unico sulle società a partecipazione pubblica

---

<sup>30</sup> Sull'impresa pubblica restano sempre attuali le analisi di M.S. GIANNINI, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Riv. soc.*, 1958, 227 ss.; ID., *Sull'azione dei pubblici poteri nel campo dell'economia*, in *Riv. dir. comm.*, 1959, 313 ss. Inoltre, restano di notevole rilievo gli studi di F. BENVENUTI, *Profili giuridici dell'organizzazione economica pubblica*, in *Riv. soc.*, 1962, 206 ss.; di A. M. SANDULLI, *Le imprese pubbliche in Italia*, in *Studi per Liebmann*, Milano, 1979; nonché di G. GUARINO, *Pubblico e privato nella organizzazione e nella disciplina delle imprese*, in *Scritti di diritto pubblico dell'economia*, Milano, 1970; di S. VALENTINI, *L'impresa pubblica*, Milano, 1980; e, infine, di M.T. CIRENEI, *Le imprese pubbliche*, Milano, 1983. Più recentemente, altrettanto indispensabile, è l'articolo di V. CERULLI IRELLI, *Impresa pubblica, fini sociali, servizi di interesse generale*, *cit.*, 747 ss.; nonché ID., *Impresa pubblica*, in C. PINELLI - T. TREU (a cura di), *La costituzione economica: Italia, Europa*, Bologna, 2010, 127 ss.

<sup>31</sup> Si v. S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche, mercati e imprese*, Torino, 2008.

<sup>32</sup> Si v. S. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche*, Torino, 2021. Inoltre, si v. G. OPPO, *Diritto privato e interessi pubblici*, in *Scritti giuridici*, VI, Padova, 2000, 43 ss.

<sup>33</sup> Legge 7 agosto 2015, n. 124, "Deleghe al Governo in materia di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche" (15G00138) (GU Serie Generale n. 187 del 13.8.2015).

(TUSPP)<sup>34</sup>. In sostanza, la riforma in questione ha introdotto una disciplina di diritto singolare in materia di impresa pubblica, con l'obiettivo di rendere efficiente la gestione delle partecipazioni statali tramite l'implementazione di modelli societari di matrice privatistica.

In termini concreti, la riforma ha fissato in almeno tre obiettivi principali la conformazione del socio pubblico che partecipa in società di capitali a modelli privatistici ed efficientistici, vale a dire: *i*) promuovere la concorrenza *per* il mercato, *ii*) rendere compatibile l'organizzazione societaria e aziendale *con* il mercato e, infine, *iii*) ridurre e razionalizzare la spesa pubblica *nel* mercato<sup>35</sup>. L'argomentazione qui avanzata appare suffragata dal dato del diritto positivo. In effetti, se si guarda all'articolo 18 della l. n. 124/2015 si comprende come tale disposizione abbia stabilito specifici criteri e principi direttivi che si rifanno espressamente ai postulati neoclassici dell'efficienza amministrativa di tipo economico<sup>36</sup>. Nello specifico, la norma chiarisce sin da subito come la ridefinizione delle regole, delle condizioni e dei limiti per la costituzione di società o per l'assunzione o il mantenimento di partecipazioni societarie da parte del socio pubblico, debba avvenire sulla base di "criteri di efficienza, efficacia ed economicità"<sup>37</sup>.

---

<sup>34</sup> Prima della riforma del TUSPP del 2016, sul fenomeno della partecipazione dei soggetti pubblici (Stato e amministrazioni) nelle società di capitali, si v. G. PASTORI, *Pubblica amministrazione e impresa nei servizi pubblici*, in *Scritti per Mario Nigro*, II, Milano, 1991, 347 ss.; G. ROSSI, *Le società per azioni Enti pubblici*, in *Scritti in memoria di Franco Piga*, Milano, 1992, II, 1811 ss.; C. IBBA, *Le società legali*, Torino, 1992; F. GOISIS, *Contributo allo studio delle società in mano pubblica come persone giuridiche*, Milano, 2004; G. NAPOLITANO, *Le società «pubbliche» tra vecchie e nuove tipologie*, in *Riv. Soc.*, 2006, 5-6, 999 ss.; M. CAMMELLI - M. DUGATO (a cura di), *Studi in tema di società a partecipazione pubblica*, Torino, 2008; G. GRUNER, *Enti pubblici a struttura di S.p.A. Contributo allo studio delle società "legali" in mano pubblica di rilievo nazionale*, Torino, 2009.

<sup>35</sup> In questo senso si possono leggere gli articoli 18 della l. n. 124/2015 e 1, comma 2, del TUSPP (enfasi aggiunte).

<sup>36</sup> La letteratura giuridica sull'argomento è vasta, per questo motivo sia consentito rinviare a D. VESE, *L'efficienza della decisione amministrativa. Semplificazione e accelerazione del procedimento nelle recenti riforme della pubblica amministrazione*, in *Federalismi.it*, 18, 2018, 1 ss., anche per la bibliografia ivi richiamata sulla riforma dell'amministrazione in senso efficientistico.

<sup>37</sup> Cfr. l. n. 124/2015, art. 18, co. 1, lett. b), l. 124/2015.

Sul versante organizzativo la stessa norma opera una razionalizzazione e un rafforzamento dei parametri economici per gli acquisti e il reclutamento del personale, al fine di implementare l'efficienza della *performance* con canoni oggettivi di valutazione che siano rapportati all'"economicità della gestione" e al "valore economico dei risultati"<sup>38</sup>. Inoltre, l'efficienza amministrativa di tipo economico viene incentivata attraverso la predilezione di parametri "economico-patrimoniali"<sup>39</sup>. Sul piano della parificazione del socio pubblico al socio privato di notevole rilievo appare quella parte dell'articolo 18 della l. n. 124/2015 in cui si prevede la regolazione dei flussi finanziari tra le amministrazioni e le società partecipate, secondo i criteri di parità di trattamento tra le imprese pubbliche e private, nonché tra le imprese pubbliche e gli operatori privati del mercato<sup>40</sup>.

In sostanza, l'esame del tessuto normativo della riforma Madia consente di cogliere il contesto legale su cui poggia le sue basi la normativa del TUSPP, a cui ora rivolgiamo l'attenzione al fine di comprendere come la riforma dell'amministrazione italiana in senso efficientistico abbia trovato un terreno fertile proprio nell'ambito della regolazione delle società a partecipazione pubblica.

### *3. L'affermarsi del modello legale speciale, derogatorio ed eccezionale nella disciplina della società a partecipazione pubblica*

Se esaminiamo la griglia disciplinare del TUSPP<sup>41</sup> ci renderemo conto che esso costituisce una corposa opera di sistematizzazione delle norme pubblicistiche speciali, secondo un duplice livello di regolazione della materia: da un lato le regole applicabili alle partecipazioni societarie delle amministrazioni pubbliche e dall'altro le disposizioni sulle società a partecipazione pubblica formano un quadro giuridico completo e unitario sulla disciplina del socio pubblico nelle società di

---

<sup>38</sup> *Ivi*, lett. e)

<sup>39</sup> *Ivi*, lett. f).

<sup>40</sup> *Ivi*, lett. l).

<sup>41</sup> Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (16G00188) approvato con il decreto legislativo 19 agosto 2016, n. 175 ed entrato in vigore il 23/09/2016 (GU n. 210 del 08-09-2016).

capitali<sup>42</sup>. A livello sistematico, possiamo individuare e sintetizzare i processi normativi basilari del TUSPP nei seguenti punti: *i*) norme introduttive che individuano oggetto e ambito di applicazione<sup>43</sup>, definizioni<sup>44</sup>, identificazione delle tipologie societarie in cui è consentita la partecipazione pubblica<sup>45</sup>, ulteriori tipologie societarie (come l'*in house* e le società miste pubblico-private<sup>46</sup>), disciplina sul procedimento di quotazione di società a controllo pubblico nei mercati regolamentati<sup>47</sup>; *ii*) norme su limiti e condizioni delle partecipazioni pubbliche, procedure normative per la costituzione di società o per l'assunzione e il mantenimento di partecipazioni societarie da parte di amministrazioni pubbliche, alienazione di partecipazioni pubbliche<sup>48</sup>; *iii*) norme nel campo degli organi di amministrazione delle società a

---

<sup>42</sup> Nella dottrina italiana, per uno studio sistematico sulle società a partecipazione pubblica, si v. M. CAMELLI - M. DUGATO (a cura di), *Studi in tema di società a partecipazione pubblica*, Torino, 2008. Più recentemente, si v. G. CAIA, *La disciplina sulle società a partecipazione pubblica*, in *Giorn. dir. amm.*, 2017, 601 ss. Inoltre, per una proposta di riforma che anticipa il TUSPP del 2016, si v. L.R. PERFETTI, A. MALTONI, F. GOISIS, M. ANTONIOLI, *Manifesto per una riforma di sistema delle società a partecipazione pubblica*, in *Amministrazione in cammino*, 2015. Per un'analisi empirica antecedente l'approvazione del TUSPP, si v. M. MACCHIA, *Le società a partecipazione statale, Rapporto Irpa n. 1 del 2015*, Napoli, 2015. Per un quadro sistematico sulle tipologie di società pubblica e interessanti argomentazioni, si v. B.G. MATTARELLA, *Le società a partecipazione pubblica. Tipologie, efficienza e questioni interpretative*, in *La tutela degli interessi finanziari della collettività nel quadro della contabilità pubblica: principi, strumenti, limiti*, Atti del sessantatreesimo Convegno di Studi Amministrativi, Varenna, 21-23 settembre 2017, Milano, 2018, 279 ss. Per un commento sistematico sul versante del diritto civile, si v. C. IBBA - I. DEMURO (diretto da), *Le società a partecipazione pubblica: commentario tematico ai D.lgs. 175/2016 e 100/2017*, Bologna, 2018; nonché V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Milano, 2016; inoltre, F. CERIONI (a cura di), *Le società pubbliche nel Testo unico: D.lgs. 19 agosto 2016, n. 175*, Milano, 2017; M. COSSU, *Delle società con partecipazione dello Stato o di enti pubblici. Delle società di interesse nazionale artt. 2449-2451*, in F.D. BUSNELLI, *Commentario al codice civile*, Milano, 2018. In passato, per uno studio sistematico, si v. M. CAMELLI - A. ZIROLDI, *Le Società a partecipazione pubblica: comuni, province e regioni*, Rimini, 1989.

<sup>43</sup> Cfr. TUSPP, art. 1.

<sup>44</sup> Cfr. TUSPP, art. 2.

<sup>45</sup> Cfr. TUSPP, art. 3.

<sup>46</sup> Cfr. TUSPP, artt. 16-17.

<sup>47</sup> Cfr. TUSPP, art. 18.

<sup>48</sup> Cfr. TUSPP, artt. 4-10.

controllo pubblico, con riguardo alle caratteristiche della *governance* societaria, dei requisiti dei membri degli organi di amministrazione e dei compensi dei componenti degli organi sociali<sup>49</sup>, regime di responsabilità dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti<sup>50</sup>, regime di controllo, con riferimento al sindacato giurisdizionale<sup>51</sup>, prevenzione della crisi di impresa<sup>52</sup>, controllo e monitoraggio da parte del Ministero dell'economia e delle finanze (MEF)<sup>53</sup>; iv) norme aventi lo scopo di incentivare l'economicità e l'efficienza tramite procedure di razionalizzazione periodica e di revisione straordinaria<sup>54</sup>, di gestione del personale<sup>55</sup>, norme finanziarie per le partecipate degli enti locali<sup>56</sup>, promozione della trasparenza<sup>57</sup>; v) ulteriori norme transitorie di salvaguardia per le regioni a statuto speciale e di coordinamento con la legislazione vigente<sup>58</sup>.

A livello di politica normativa, come sembra emergere dai punti sopra riportati, l'obiettivo del TUSPP è di offrire un quadro organico delle disposizioni e di razionalizzare il fenomeno della partecipazione pubblica nell'ordinamento italiano. In realtà, se guardiamo più in profondità alle sue norme, potremmo sostenere come uno degli snodi fondamentali di tale legislazione sia rendere l'impianto disciplinare sulla partecipazione del socio pubblico (*i.e.* Stato e amministrazioni) nelle società di capitali quanto più possibile compatibile con le regole e i principi economici del mercato. Sembra evidente che questo compito, almeno secondo la tesi da noi proposta, non possa essere assolto senza la previa conformazione dello statuto del soggetto pubblico ai modelli del libero mercato e dell'efficienza economica, quali modelli ideali per l'affermarsi della teoria neoclassica anche nella sfera giuridica. Conformazione che, a mio avviso, può realizzarsi sul versante del diritto positivo grazie a due elementi cruciali: l'equiparazione fra

---

<sup>49</sup> Cfr. TUSPP, art. 11.

<sup>50</sup> Cfr. TUSPP, art. 12.

<sup>51</sup> Cfr. TUSPP, art. 13.

<sup>52</sup> Cfr. TUSPP, art. 14.

<sup>53</sup> Cfr. TUSPP, art. 15.

<sup>54</sup> Cfr. TUSPP, art. 20 e 24.

<sup>55</sup> Cfr. TUSPP, art. 19.

<sup>56</sup> Cfr. TUSPP, art. 21.

<sup>57</sup> Cfr. TUSPP, art. 22.

<sup>58</sup> Cfr. TUSPP, artt. 23-28.



pubblico e privato e l'imporsi di una disciplina pubblicistica come speciale, eccezionale e derogatoria.

Dal punto di vista della nostra argomentazione, non è un caso che, in modo piuttosto significativo, il TUSPP si apra con la seguente affermazione di carattere generale: “[p]er tutto quanto *non derogato* dalle disposizioni del presente decreto, si applicano alle società a partecipazione pubblica le norme sulle società contenute nel *Codice civile* e le *norme generali di diritto privato*”<sup>59</sup>. Si tratta di una enunciazione di principio molto preziosa sul versante giuridico, giacché sembra suffragare, almeno in via di primissima approssimazione, la nostra ipotesi di ricerca nel senso di avvalorare l'idea di una disciplina pubblicistica dell'economia che, da un lato, equipara il socio pubblico all'operatore del mercato – mediante l'affermarsi dei modelli e dei criteri economici di tipo efficientistico – e, dall'altro, si presenta come derogatoria, eccezionale e speciale, in quanto tale costruita in negativo, rispetto alla disciplina privatistica. Pertanto, essa appare destinata a divenire, a seconda dei casi, recessiva in confronto alla normativa generale del diritto comune.

In effetti, con la disposizione di cui all'articolo 1, comma 3, del TUSPP, non è difficile argomentare come, in assenza di norme di legge derogatorie, eventuali regole di matrice pubblicistica sono applicabili solo se compatibili con la disciplina privatistica principale e sempre che non si pongano in contrasto con le disposizioni del diritto societario. Profilo che emerge ancor più nitidamente dall'ulteriore principio di diritto positivo enunciato dal TUSPP all'articolo 1, comma 5, con riguardo al canone ermeneutico in base al quale le società a partecipazione pubblica quotate sono escluse dall'applicazione della disciplina pubblicistica prevista dallo stesso TUSPP, a meno che non sia espressamente stabilito il contrario<sup>60</sup>. Si tratta di un criterio interpretativo che può farsi rientrare, secondo il quadro teorico che si è delineato sopra, nell'ambito della teoria di matrice neoclassica che attribuisce allo Stato una funzione correttiva dei *market failures* e quindi di controllo del mercato, avvalorata – nel caso specifico dell'ordinamento italiano – dalla presenza dell'autorità di regolazione

<sup>59</sup> Cfr. TUSPP, art. 1, co. 3 (enfasi aggiunte).

<sup>60</sup> Cfr. TUSPP, art. 1, co. 5, il quale stabilisce che le disposizioni del TUSPP “si applicano solo se *espressamente* previsto, alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera p), nonché alle società da esse controllate”.

competente, vale a dire la Commissione nazionale per la società e la borsa (CONSOB), nonché dalle altre *authorities* di settore, come principale giustificazione per la deroga all'applicazione del TUSPP all'ambito delle società quotate in borsa.

Inoltre, sul versante dell'equiparazione pubblico/privato, alla luce dell'architettura normativa proposta dal TUSPP, parrebbe venir meno pure l'opzione interpretativa che permette di far salva l'applicazione di altre norme singolari della disciplina pubblicistica, sulla base del principio del bilanciamento fra l'uso di modelli di regolazione privatistici e la ponderazione degli interessi in gioco nel caso concreto. Ciò a meno che tale contemperamento non venga previsto da un'ulteriore e specifica norma derogatoria, che dichiari la disciplina pubblicistica compatibile con le regole ordinarie del diritto privato e, in ogni caso, non in contrasto con altre disposizioni imperative del diritto societario. Simile costruzione teorica sembra trovare maggiori conferme se interpretata proprio alla luce della riforma Madia che, come abbiamo visto sopra, con l'articolo 18 ha costituito la base giuridica dell'affermarsi nell'ordinamento italiano della disciplina pubblicistica di tipo derogatorio ed efficientistico contenuta nel TUSPP.

L'analisi dell'articolo 18 della l. n. 124/2015 appare ora in maggior misura interessante sotto questo ulteriore profilo per la presente ricerca, giacché fa notare come sia stabilito un generale principio di proporzionalità delle deroghe alla disciplina privatistica, inclusa quella in materia di organizzazione e crisi d'impresa, al fine di garantire la protezione degli interessi pubblici in gioco<sup>61</sup>. Eppure, come ho sostenuto in altra sede<sup>62</sup>, un siffatto principio rischia di relegare l'interesse pubblico ad una ipotesi eccezionale e comunque residuale tutte le volte in cui gli interessi privati risultano prevalenti in base alle logiche economiche del mercato. Ciò soprattutto quando si è di fronte ad un criterio interpretativo che privilegia l'applicazione della disciplina privatistica rispetto a quella pubblicistica, pur in presenza di soggetti pubblici, quali lo Stato e le amministrazioni, portatori di interessi generali per la collettività.

---

<sup>61</sup> Cfr. TUSPP, art. 18, co. 1, lett. a).

<sup>62</sup> Su questo profilo, per un approfondimento, sia consentito rinviare a D. VESE, *Stato, Mercato, Nomos: Sulla funzione dell'amministrazione nel sistema produttivo globale*, in P.A. *Persona e Amministrazione*, 1, 2020, 453 ss.

Un ulteriore e importante indice rivelatore dell'argomentazione qui proposta, in particolar modo con riguardo all'affermarsi della equiparazione del trattamento del soggetto pubblico all'operatore privato del mercato, è costituito dalla norma di cui all'articolo 3, comma 1, del TUSPP<sup>63</sup>. Tale disposizione restringe l'ambito di scelta delle tipologie di società utilizzabili da parte dello Stato e delle amministrazioni ad alcune di quelle previste dalla disciplina del diritto commerciale, riducendo così l'autonomia del socio pubblico in merito alla possibilità di investimento in partecipazioni ritenute più congrue e utili alla collettività, nonché diminuisce, di fatto, la scelta di forme societarie più adatte al perseguimento del pubblico interesse, rispetto a quelle offerte dal diritto comune.

Nel diritto positivo, significative limitazioni, sempre nel senso dell'imporsi dell'equivalenza socio pubblico/socio privato, possono ritrovarsi anche nelle disposizioni di cui all'articolo 4, comma 1 e all'articolo 4, comma 2, lett. *c)*, *d)*, *e)* del TUSPP. In sostanza, con la prima norma una "riduzione" della sfera pubblica<sup>64</sup> viene sancita attraverso un "vincolo di scopo"<sup>65</sup>, laddove viene stabilito che le amministrazioni non possono, direttamente o indirettamente, costituire società aventi per oggetto attività di produzione di beni e servizi non strettamente necessarie per il perseguimento dei propri scopi istituzionali, né acquisire o mantenere partecipazioni, anche di minoranza, in tali società<sup>66</sup>.

Con la seconda norma, invece, la limitazione opera mediante un "vincolo di attività"<sup>67</sup> che circoscrive la costituzione di società da parte delle amministrazioni alle ipotesi previste dal TUSPP e precisamente: *i)* alla realizzazione e alla gestione di un'opera pubblica o all'organizzazione di un servizio di interesse generale; *ii)* all'autoproduzione di beni o servizi strumentali all'ente; *iii)*

---

<sup>63</sup> Cfr. TUSPP, art. 3, co. 1, che stabilisce le tipologie di società in cui è consentita la partecipazione del socio pubblico. Questa norma stabilisce: "[l]e amministrazioni pubbliche possono partecipare esclusivamente a società, anche consortili, costituite in forma di società per azioni o di società a responsabilità limitata, anche in forma cooperativa".

<sup>64</sup> Per un interessante studio su questi profili, antecedente alla riforma del TUSPP, si v. M. MAZZAMUTO, *La riduzione della sfera pubblica*, Torino, 2000.

<sup>65</sup> Cfr. V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., 112 ss.

<sup>66</sup> Cfr. TUSPP, art. 4, co. 1.

<sup>67</sup> Cfr. V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, cit., 112 ss.

all'erogazione dei servizi di committenza<sup>68</sup>. Infine, nel senso dell'ipotesi di ricerca dai noi avanzata deporrebbe anche la corposa disciplina pubblicistica speciale e derogatoria applicabile alle società a partecipazione pubblica, che completa il quadro legale disegnato dal TUSPP. Si tratta delle normative settoriali che, pur essendo al di fuori del TUSPP, regolano vari aspetti legati alla peculiare posizione del socio pubblico nelle società partecipate e a partecipazione statale, fra le quali si può fare rientrare: *i*) il decreto legislativo del 14 marzo 2013, n. 33 sugli obblighi di pubblicità e trasparenza delle amministrazioni pubbliche<sup>69</sup>; *ii*) la legge 6 novembre 2012, n. 190, in materia di contrasto della corruzione nella pubblica amministrazione<sup>70</sup>; *iii*) il decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231 sulla responsabilità amministrativa degli enti<sup>71</sup>; *iv*) il decreto legislativo 31 marzo 2023, n. 36 sugli affidamenti *in house* nel codice dei contratti pubblici (che ha sostituito il decreto 18 aprile 2016, n. 50)<sup>72</sup>.

Se analizzate in profondità, a mio avviso, anche le legislazioni settoriali appena richiamate produrrebbero un modello disciplinare di tipo speciale, destinato a regolare in modo derogatorio ed eccezionale la materia delle società a partecipazione pubblica, con l'ulteriore effetto

---

<sup>68</sup> Cfr. TUSPP, art. 4, co. 2, lett. *c*), *d*), *e*). Inoltre, è interessante anche la limitazione stabilita dalla norma nelle lett. *a*) e *b*), come di seguito riportate: *a*) produzione di un servizio di interesse generale, ivi inclusa la realizzazione e la gestione delle reti e degli impianti funzionali ai servizi medesimi progettazione e realizzazione di un'opera pubblica sulla base di un accordo di programma fra amministrazioni pubbliche; *b*) realizzazione e gestione di un'opera pubblica ovvero organizzazione e gestione di un servizio d'interesse generale attraverso un contratto di partenariato.

<sup>69</sup> Sul riordino della disciplina riguardante il diritto di accesso civico e gli obblighi di pubblicità, trasparenza e diffusione di informazioni da parte delle pubbliche amministrazioni (13G00076), entrato in vigore il 20/04/2013, ultimo aggiornamento all'atto il 31/03/2023, (GU n. 80 del 05.4.2013).

<sup>70</sup> Disposizioni per la prevenzione e la repressione della corruzione e dell'illegalità nella pubblica amministrazione (12G0213), entrato in vigore il 28/11/2012, ultimo aggiornamento all'atto pubblicato il 31/03/2023 (GU n. 265 del 13.11.2012).

<sup>71</sup> Disciplina della responsabilità amministrativa delle persone giuridiche, delle società e delle associazioni anche prive di personalità giuridica, a norma dell'articolo 11 della legge 29 settembre 2000, n. 300, entrato in vigore il 4.7.2001, ultimo aggiornamento all'atto pubblicato il 15/03/2023, (GU n. 140 del 19.6.2001).

<sup>72</sup> Codice dei contratti pubblici in attuazione dell'articolo 1 della legge 21 giugno 2022, n. 78, (23G00044), entrato in vigore il 1/4/2023 (GU n. 77 del 31-03-2023 - Suppl. Ordinario n. 12).

di far scaturire una equiparazione fra socio pubblico e socio privato e, più in generale, fra impresa pubblica – *i.e.* Stato e amministrazioni statali – e impresa privata nella sfera economica. In sostanza, in tutti i casi sopra esposti, possiamo affermare che il presupposto teorico e concettuale di riferimento risiede nel fatto che, operando al pari dell'attore economico privato<sup>73</sup>, l'impresa pubblica soggiace alle stesse logiche del mercato previste dal diritto comune all'articolo 2082 del Codice civile per l'impresa privata<sup>74</sup>, come il perseguimento del profitto e la realizzazione della redditività dell'investimento, anziché ai canoni dell'interesse generale.

In definitiva, dall'analisi del quadro giuridico offerto dal TUSPP, discende la considerazione che lo Stato e le amministrazioni, pur agendo in qualità di impresa pubblica, possono essere assimilati al soggetto privato e di conseguenza essere disciplinati sulla base del regime legale ordinario del diritto comune, salvo che per tutte quelle caratteristiche e peculiarità che continuano a richiedere gli adattamenti propri della regolazione pubblicistica, la quale, in questo contesto teorico, diviene tuttavia normativa di carattere speciale, eccezionale e derogatorio rispetto alla disciplina privatistica generale.

#### 4. *La “speciale” qualità del socio pubblico nella Cassa Depositi e Prestiti (CDP)*

Nelle pagine precedenti abbiamo argomentato come, nell'ambito della normativa sulle società a partecipazione pubblica, si sia affermata una disciplina pubblicistica di tipo speciale, derogatorio ed eccezionale che ha inteso equiparare e regolare Stato e amministrazioni alla stregua degli attori privati del mercato. Si è visto come ciò accade soprattutto quando il soggetto pubblico agisce nella sfera economica in veste imprenditoriale e conforma in maniera non trascurabile organizzazione e funzioni amministrative a quelle proprie dell'impresa privata, pur in presenza di natura, struttura e finalità diverse rispetto al perseguimento dello scopo di lucro e della produzione del profitto quali tratti peculiari

---

<sup>73</sup> Per una prima impostazione, si v. F. ZUELLI, *Servizi pubblici e attività imprenditoriale*, Milano, 1973.

<sup>74</sup> L'art. 2082 del cod. civ. stabilisce che [è] imprenditore chi esercita professionalmente una attività economica organizzata al fine della produzione o dello scambio di beni o di servizi.

delle società di capitali. Tuttavia, a mio modo di vedere, ciò che non convince è che lo Stato e le amministrazioni debbano essere necessariamente equiparati e disciplinati in modo equivalente all'attore privato; e ciò anche quando essi operano sui mercati nella forma dell'impresa pubblica<sup>75</sup>. Al contrario, ritengo che, data l'organizzazione pubblica e la funzione per pubblici fini di cui sono connotati negli ordinamenti giuridici democratici, Stato e amministrazioni possono essere oggetto di una disciplina sostanzialmente diversificata da quella prevista per le imprese private e le società di capitali, non necessariamente disegnata in negativo, ossia in deroga, ma sostanzialmente in positivo e in via ordinaria.

Per dimostrare a livello empirico la validità della tesi e delle argomentazioni qui avanzate sulla necessità di una disciplina pubblicistica ordinaria del soggetto pubblico nella sfera economica, prenderemo in considerazione un modello giuridico dell'ordinamento italiano che appare, già a prima vista, privilegiato per raggiungere siffatti obiettivi e ne offriremo un'analisi sistematica di diritto positivo: Cassa Depositi e Prestiti (CDP)<sup>76</sup>. Vale la pena anticipare che l'indagine su CDP non rappresenta l'obiettivo di questa ricerca, come è stato per

---

<sup>75</sup> Per un'impostazione generale si v. G. ROSSI, *Pubblico e privato nell'economia di fine secolo*, in S. AMOROSINO (a cura di), *Le trasformazioni del diritto amministrativo. Scritti degli allievi per gli ottanta anni di M.S. Giannini*, Milano, 1995; G. NAPOLITANO, *Pubblico e privato nel diritto amministrativo*, Milano, 2003, 9 ss.; ID. *Soggetti privati "enti pubblici"?*, in *Dir. amm.*, 2003, 4, 801 ss.

<sup>76</sup> La dottrina italiana su CDP è piuttosto ampia, ma si può, ai fini della presente ricerca, v. i seguenti contributi: G. SGARAMELLA, *Cassa Depositi e Prestiti*, in *Dig. disc. pubbl.*, II, Torino, 1987, 525; F. M. MUCCIARELLI, *Ma cos'è diventata la Cassa depositi e prestiti*, in *Merc. conc. reg.*, 2004, 2, 355 ss.; S. SIMONE S., *Cassa depositi e prestiti: organismo di diritto pubblico*, in *Giorn. Dir. amm.*, 2008, 2, 155 ss.; A. MACCHIATI, *La Cassa Depositi e Prestiti dopo la trasformazione: ovvero «ai posteri l'ardua sentenza»*, in *Mercato conc. reg.*, 2013, 2, 287 ss.; M. MACCHIA, *La Cassa depositi e prestiti tra i diritti e le reti di nuova generazione*, in *Munus*, 2014, 1, 93 ss.; A. DONATO, *Il ruolo di holding della Cassa Depositi e Prestiti S.p.a: profili giuridici attuali della gestione di partecipazioni come strumento di politica industriale*, in *Analisi giur. econ.*, 2015, 2, 367 ss.; A. ZOPPINI A., *Note sparse a margine del patrimonio destinato di Cassa Depositi e Prestiti*, in *Riv. Soc.*, 2020, 4, 956 ss.; V. MANZETTI, *Cassa depositi e prestiti. Paradigma italiano delle banche nazionali di promozione*, Napoli, 2021; A. PISANESCHI, *La Cassa Depositi e Prestiti: le recenti mutazioni e le problematiche del coinvolgimento nel turnaround industriale*, in *Riv. regolaz. mercati*, 2021, 1, 92 ss.; G. MULLAZZANI, *La cassa depositi e prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, Bologna, 2023.

le molte e pregevoli analisi svolte dalla dottrina su tale ente, le quali, pure, sono state tenute in debita considerazione nel corso della presente indagine. In questo articolo, infatti, CDP rappresenta lo strumento, il caso di studio o ancor meglio il banco di prova di cui ci serviremo per comprendere lo stato dell'arte sulla disciplina giuridica del socio pubblico e, più in generale, dello Stato nell'ambito della sfera economica. L'analisi sul modello di CDP è indubbiamente fondamentale ai fini di questa ricerca, dal momento che potrebbe consentire di comprendere in termini concreti se il socio pubblico (*i.e.* Stato e amministrazioni) abbia o meno una diversità qualitativa rispetto al socio privato, tale da giustificare una deroga generale al TUSPP. Inoltre, tale indagine è utile per rivelare se e in quali casi la disciplina da derogatoria possa diventare generale, differenziando nell'ipotesi specifica il socio pubblico dal socio privato e giustificando così la necessità di una disciplina pubblicistica ordinaria e differenziata rispetto a quella prevista per il socio privato.

Sulla base di tale impostazione, nei prossimi paragrafi esamineremo anzitutto la disciplina derogatoria al TUSPP operata dalla legge istitutiva di CDP (*cf.* Paragrafo 4.1.) e poi approfondiremo le funzioni (Paragrafo 4.2), i compiti (Paragrafo 4.3) e la *governance* (Paragrafo 4.4) dell'ente alla ricerca dei profili di specialità della disciplina pubblicistica che caratterizza la partecipazione del socio pubblico all'interno di questa particolare fattispecie di società di capitali.

#### 4.1. *La disciplina derogatoria al testo unico in materia di società a partecipazione pubblica (TUSPP)*

Questo articolo non è certamente la sede più opportuna per analizzare la spinosa questione riguardante la natura giuridica pubblicistica o privatistica di CDP, ragione per cui si può fare senz'altro affidamento sulla vivace discussione della dottrina<sup>77</sup> e della

---

<sup>77</sup> Per la dottrina, volta a sostenere la natura privatistica, si v. di recente V. DONATIVI - A. MALTONI, *op. cit.*, 52 ss.; per la natura pubblicistica si v. G. MULAZZANI, *La cassa depositi e prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, *cit.*, 165-173; nonché G.M. CARUSO, *Il socio pubblico*, *cit.*, 118 ss.; anche G. GRÜNER, *Enti pubblici a struttura di S.p.A.*, *cit.*, 91 ss.; meno recentemente, sempre per la tesi pubblicistica, *cf.* G. ROSSI, *Gli enti pubblici in forma societaria*, in *Serv. pubbl. e app.*, 2004, 221 ss.; M. RENNA, *Le società in mano pubblica. Il caso delle s.p.a.*

giurisprudenza<sup>78</sup> in materia. Eppure, va almeno osservato come nella disciplina settoriale di CDP permangano ampi tratti di specialità e singolarità legati alla sua natura pubblicistica tali da giustificare una deroga generalizzata all'applicazione delle regole di matrice privatistica previste dal TUSPP<sup>79</sup>.

Vero è che, a mio avviso, un importante indice rivelatore del carattere qualitativo singolare e speciale del socio pubblico in CDP risiede proprio nel processo di privatizzazione “formale”<sup>80</sup> cui è andato incontro questo ente<sup>81</sup>. In effetti, nonostante la forma giuridica di CDP sia mutata e la Cassa sia divenuta una società per azioni (S.p.A.), ciò

---

*derivanti dalla trasformazione di enti pubblici economici ed aziende statali*, Torino, 1997, 101 ss.

<sup>78</sup> Per la giurisprudenza che sostiene la natura pubblicistica, cfr. Cons. Stato, Commissione speciale, 7 novembre 2012, parere n. 8178/12, in *Foro amm. CDS*, 2012, p. 3058, che enfatizza, fra le altre cose, il controllo del giudice contabile e l'assistenza dell'Avvocatura dello Stato. Più di recente, nel senso della tesi pubblicistica di CDP, quale organismo di diritto pubblico, cfr. Cons. Stato, sez. V, 7 febbraio 2020, n. 964.

<sup>79</sup> In precedenza, CDP era stata disciplinata dall'art. 1 della legge 13 maggio 1983, n. 197, poi modificata dall'art. 11 del d.l. 8/1993 (convertito dalla l. n. 68/1993) e, infine, dal d.lgs. 30 luglio 1999, n. 284. Tali disposizioni legislative avevano mutato la configurazione giuridica dell'ente, conferendo un'autonoma personalità di diritto positivo, una propria organizzazione amministrativa e uno specifico patrimonio. In particolare, con la riforma del 1999, il legislatore italiano aveva posto enfasi all'attitudine imprenditoriale di CDP, specialmente attraverso le sue funzioni di ente strumentale alla fornitura di servizi di interesse economico generale e con l'ampliamento delle fonti economiche a cui CDP può attingere in vista di finanziare le attività di enti pubblici, servizi pubblici, società partecipate. Su queste evoluzioni normative, si v. V. BARNATO, *La ristrutturazione della Cassa Depositi e Prestiti*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1986, 1084 ss.; nonché G. DELLA CANANEA, *Il riordino della Cassa depositi e prestiti*, in *Giorn. dir. amm.*, 1999, 1151 ss., il quale, a seguito della penultima riforma del 1999, enfatizza la natura di ente pubblico economico di CDP.

<sup>80</sup> Sul punto, si v. A. ZIROLDI, *Le società a partecipazione pubblica tra privatizzazione formale, privatizzazione sostanziale e resistenze al mercato*, in M. CAMMELLI - M. DUGATO (a cura di), *Studi in tema di società a partecipazione pubblica*, cit., 17 ss.

<sup>81</sup> Cfr. V. DONATIVI - A. MALTONI, *La Cassa Depositi e Prestiti*, cit., 3-4. Per un approfondimento sulla differenza fra privatizzazione formale e sostanziale si v. A. MALTONI, G. MATTIOLI, *Le privatizzazioni*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 568 ss. Per un quadro generale, si v. G. DI GASPARE, *Privatizzazioni (privatizzazione delle imprese pubbliche)*, in *Enc. Giur.*, Milano, XXIV, 1995.



non ha condotto l'ente ad una privatizzazione "sostanziale", dal momento che il diritto positivo vigente nell'ordinamento italiano prescrive tuttora che lo Stato, in qualità di socio pubblico di CDP S.p.A. per il tramite del MEF, debba detenere una partecipazione azionaria di maggioranza e perseguire finalità di interesse generale<sup>82</sup>.

Se analizziamo la fonte legislativa fondamentale di riferimento, ossia l'articolo 5 del decreto-legge (d.l.) 30 settembre 2003, n. 269<sup>83</sup>, possiamo argomentare come CDP sia una società per azioni di diritto singolare, la cui disciplina presenta ampi caratteri di specialità con significative deroghe alle norme di diritto comune. In questo senso si può interpretare la norma dell'articolo 1, comma 4, del TUSPP, dove si afferma che il testo unico sulle società a partecipazione pubblica non si applica in virtù delle "specifiche disposizioni, contenute in leggi o regolamenti governativi o ministeriali che disciplinano società a partecipazione pubblica di *diritto singolare*", le quali siano "costituite per l'esercizio della gestione di *servizi di interesse generale* o di *interesse economico generale* o per il perseguimento di una specifica *missione di pubblico interesse*"<sup>84</sup>.

Data questa norma di carattere generale, si può ritenere che CDP rientri pienamente nel novero delle società a partecipazione pubblica, con il MEF quale socio pubblico di maggioranza, il cui scopo istituzionale è di perseguire l'interesse generale a beneficio della collettività. Infatti, si può osservare come la specifica disposizione di legge alla quale fa riferimento il TUSPP, con la norma appena richiamata, è l'articolo 5 del d.l. n. 269/2003, la cui normativa contiene una disciplina settoriale di matrice pubblicistica e derogatoria del diritto comune che istituisce CDP quale società per azioni a partecipazione pubblica di diritto singolare e dove l'organizzazione e le funzioni sono

---

<sup>82</sup> Cfr. G.M. CARUSO, *Il socio pubblico*, Napoli, 2016, 109 ss.

<sup>83</sup> Cfr. D.L. 30 settembre 2003, n. 269, "Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell'andamento dei conti pubblici", entrato in vigore il 2.10.2003 e convertito con modificazioni dalla legge 24 novembre 2003, n. 326 (in SO n.181, relativo alla G.U. 25/11/2003, n. 274), ultimo aggiornamento all'atto pubblicato il 27/02/2023, (GU n. 229 del 02-10-2003 - Suppl. Ordinario n. 157).

<sup>84</sup> Cfr. TUSPP, art. 1, co. 4, (enfasi aggiunte).

rivolte al perseguimento di scopi istituzionali e fini di interesse generale<sup>85</sup>.

Nello specifico, l'articolo 5, comma 2, del d.l. n. 269/2003, stabilisce che la titolarità delle azioni di CDP spetta allo Stato<sup>86</sup> (e nello specifico al MEF), che così può esercitare tutti i diritti consentiti all'azionista secondo la normativa dell'ordinamento italiano<sup>87</sup>, mentre al contempo prevede che altri soggetti pubblici e/o privati possano detenere quote esclusivamente di minoranza del capitale dell'ente. A tal riguardo, la stessa norma fissa un'importante deroga all'applicazione della disposizione di matrice privatistica richiamate dal TUSSP all'articolo 2362 del Codice civile, con riferimento alla disciplina dell'azionista unico<sup>88</sup>.

---

<sup>85</sup> Si v. F. BASSANINI, *La "mutazione" della cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, in *Astrid Rassegna*, n. 14/2015, 12, il quale ha sottolineato come il modello di *business* di CDP sia funzionale alla missione pubblica di sostegno all'economia e allo sviluppo delle infrastrutture del Paese e mantenga un saldo impegno ad assicurare la sostenibilità economica e finanziaria della sua gestione con rendimenti coerenti e solidi, non speculativi e con una politica "anticiclica" degli investimenti. Il termine "anticiclico" in economia denota un andamento che tende a variare in direzione opposta ai principali indicatori del ciclo economico (ad esempio, il prodotto interno lordo PIL).

<sup>86</sup> Nello stesso senso, cfr. lo Statuto di CDP, all'art. 7, co. 2, che richiama l'art. 5, co. 2, d.l. 269/2003. Il testo dello Statuto di CDP è consultabile online al seguente link: [https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Statuto\\_CDP\\_15-02-2023\\_ITA.pdf](https://www.cdp.it/resources/cms/documents/Statuto_CDP_15-02-2023_ITA.pdf).

<sup>87</sup> Il riferimento è al d.lgs. 30 luglio 1999, n. 300, art. 24, co. 1, lett. a). La norma disciplina le "aree funzionali" del MEF e stabilisce la competenza di tale ministero nel campo della politica economica e finanziaria, con particolare riguardo:

- i) all'analisi dei problemi economici, monetari e finanziari interni e internazionali;
- ii) alla vigilanza sui mercati finanziari e sul sistema creditizio;
- iii) all'elaborazione delle linee di programmazione economica e finanziaria;
- iv) alle operazioni di copertura del fabbisogno finanziario e di gestione del debito pubblico;
- v) alla valorizzazione dell'attivo e del patrimonio dello Stato alla gestione di partecipazioni azionarie dello Stato, compreso l'esercizio dei diritti dell'azionista e l'alienazione dei titoli azionari di proprietà dello Stato;
- vi) alla monetazione;
- vii) alla prevenzione delle frodi sui mezzi di pagamento diversi dalla moneta;
- viii) sugli strumenti attraverso i quali viene erogato il credito al consumo e dell'utilizzazione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio, ferme restando le competenze del Ministero dell'interno in materia.

<sup>88</sup> Per completezza si riportano le disposizioni dell'art. 2363 cod. civ., non applicabili a CDP. "1. Quando le azioni risultano appartenere ad una sola persona o

Ci occuperemo in modo approfondito della partecipazione del socio privato fra poco; per ora è sufficiente notare, sempre in un'ottica derogatoria all'applicabilità della disciplina di matrice privatistica del TUSSP, come sia lo stesso statuto di CDP<sup>89</sup> a prevedere che le azioni della società possano essere trasferite solo a favore delle Fondazioni di origine bancaria<sup>90</sup> e di banche e intermediari finanziari vigilati, secondo la legislazione propria del settore bancario (t.u.b.)<sup>91</sup> e finanziario (t.u.f.)<sup>92</sup>. È interessante osservare, infine, come il trasferimento azionario possa avvenire solo sulla base di una decisione del Consiglio di Amministrazione (C.d.A.) di CDP che sia volto a riconoscere il carattere di solidità patrimoniale e gestoria di tali fondazioni e intermediari bancari.

#### 4.2. *Profili funzionali di specialità di CDP*

Un rilevante criterio distintivo della qualità del socio pubblico e della specialità e singolarità della disciplina di CDP è offerto dalla disamina dei profili funzionali e particolarmente dall'analisi delle diverse tipologie di attività che tale ente svolge nell'ambito delle competenze

---

mutata persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione del registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio.

2. Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese.

3. L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti.

4. Le dichiarazioni degli amministratori previste dai precedenti commi devono essere depositate entro trenta giorni dall'iscrizione nel libro dei soci e devono indicare la data di iscrizione.

5. I contratti della società con l'unico socio o le operazioni a favore dell'unico socio sono opponibili ai creditori della società solo se risultano dal libro delle adunanze e delle deliberazioni del consiglio di amministrazione o da atto scritto avente data certa anteriore al pignoramento".

<sup>89</sup> Cfr. art. 8 dello Statuto di CDP.

<sup>90</sup> Si tratta delle Fondazioni disciplinate dall'art. 2 del d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153. In dottrina, si v. F. BASSANINI, *Le fondazioni di origine bancaria e la Cassa Depositi e Prestiti*, in *Fondazioni*, 2011, 1 ss.

<sup>91</sup> Cfr. d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385 – Testo Unico Bancario (t.u.b.).

<sup>92</sup> Cfr. d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo Unico Finanziario (t.u.f.).

ad esso assegnate dalla normativa italiana. In particolare, significativi profili di specialità sul versante funzionale, con ricadute anche nell'ambito organizzativo, si possono riscontrare nelle disposizioni legislative e statutarie inerenti alla gestione separata di CDP. Un importante dato di diritto positivo è costituito dall'articolo 5, comma 8, del d.l. 269/2003, che istituisce all'interno di CDP un sistema di gestione separata a fini contabili e organizzativi ispirato ai canoni di trasparenza e tutela dell'equilibrio economico-finanziario.

Si tratta di un sistema speciale di gestione delle attività di CDP e come tale funzionalizzato ai compiti istituzionali di interesse generale di cui è portatore il socio pubblico. Compiti che sono indicati in dettaglio nell'articolo 5, comma 7, lett. *a*) d.l. 269/2003 e nell'articolo 3 dello Statuto di CDP. La disposizione di cui all'articolo 5 del d.l. 269/2003 disciplina le attività istituzionali di cui è incaricata CDP e individua le caratteristiche fondamentali nella funzione di finanziamento, attraverso qualsiasi forma, dei seguenti soggetti: Stato, regioni, enti locali, enti pubblici, organismi di diritto pubblico e soggetti privati che perseguono obiettivi di interesse per la società. La norma in questione, inoltre, precisa che per assolvere alla sua funzione istituzionale speciale CDP può usare i fondi rimborsabili sotto forma di libretti di risparmio e di buoni fruttiferi postali, assistiti dalla garanzia dello Stato e distribuiti tramite Poste italiane S.p.A. o società da essa controllate. Inoltre, CDP può impiegare i fondi provenienti dall'emissione di titoli o dall'assunzione di finanziamenti e da altre operazioni finanziarie, sostenuti anch'essi dalla copertura statale.

A conferma della specialità di simili funzioni di finanziamento, il legislatore italiano ha previsto un'ipotesi derogatoria delle regole di concorrenza e specificatamente dei principi sulla parità e sull'uniformità di trattamento, nonché sull'accessibilità e la non discriminazione, quando CDP effettua le operazioni di investimento a favore dei soggetti pubblici (Stato, regioni ed enti locali) e dei soggetti privati nei settori di interesse generale<sup>93</sup>. I caratteri della specialità della disciplina sul socio pubblico in CDP, come stiamo vedendo dalla ricostruzione del dato di diritto positivo con particolare riferimento ai profili funzionali relativi alla gestione separata dell'ente, viene confermata anche dalla deroga all'ordinario regime impositivo e fiscale

---

<sup>93</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 7, lett. *a*).

previsto generalmente per le società di capitali. A differenza degli altri attori privati del mercato, il legislatore italiano ha inteso sottrarre dall'imposizione fiscale in via diretta (imposta di registro, di bollo, ipotecaria e catastale), oltre che da quella indiretta e da ogni altro tributo, tutte le operazioni di finanziamento riconducibili alle attività effettuate dal socio pubblico della CDP nell'ambito della gestione separata<sup>94</sup>.

In ultima analisi, va osservato come non sia un caso che l'ordinamento italiano abbia qualificato tali attività di finanziamento di CDP in favore degli enti pubblici e degli organismi di diritto pubblico come servizi di interesse economico generale<sup>95</sup>, sottraendole di fatto all'applicabilità della disciplina privatistica di diritto comune prevista per le altre società di capitali.

#### 4.3. *Compiti istituzionali speciali di CDP*

Un dato del diritto positivo che, a mio avviso, conferma la diversità qualitativa del socio pubblico e il carattere singolare della disciplina di CDP è contenuto nella seconda parte della disposizione dell'art. 5, comma 7, lett. *a*). Tale norma, con una formula molto ampliativa dell'ambito di intervento di CDP, ha inteso estendere la portata dei compiti istituzionali del socio pubblico, rientranti anch'essi nella gestione separata, prevedendo la possibilità di finanziamento per la realizzazione di "qualsiasi altra attività di interesse generale", individuata nello statuto sociale e regolata da criteri generali<sup>96</sup>. Questa disposizione, che aumenta di fatto l'ambito oggettivo delle funzioni amministrative e rende molto più flessibile il perseguimento dell'interesse pubblico da parte di CDP, è assistita dalla modifica legislativa sull'espansione delle tipologie di operazioni che l'ente può svolgere nel contesto delle sue competenze istituzionali.

A questo scopo, una successiva modifica legislativa della disciplina originaria di CDP ha previsto che le operazioni economiche, riferibili alla gestione separata, possono essere svolte mediante qualsiasi forma e in ogni caso tramite "la concessione di finanziamenti, il rilascio di

---

<sup>94</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 24.

<sup>95</sup> Cfr. il decreto ministeriale del MEF 8 ottobre 2004.

<sup>96</sup> Cfr. art. 22, d.l. 29 novembre 2008, n. 185 che ha modificato l'art. 5, comma 7, lett. *a*), del d.l. n. 269/2003.

garanzie, l'assunzione di capitale di rischio o di debito" ed essere anche compiute "a favore delle imprese per finalità di sostegno dell'economia"<sup>97</sup>. Inoltre, le riforme europee e internazionali cui l'Italia ha aderito in vista della promozione delle attività economiche di contrasto al *climate change*, hanno esteso i compiti istituzionali speciali, rientranti sempre nella gestione separata di CDP, prevedendo ulteriori ipotesi di finanziamento dei soggetti pubblici, quando ciò sia necessario a realizzare obiettivi di tutela dell'ambiente e degli ecosistemi<sup>98</sup>, nonché degli altri beni pubblici globali<sup>99</sup>.

Il fatto singolare che la legge e lo statuto dell'ente conferiscano al MEF il potere di indirizzo<sup>100</sup> e il potere di decidere le modalità di svolgimento delle attività della gestione separata denota, a mio parere, un chiaro indicatore della peculiare posizione del socio pubblico in CDP<sup>101</sup>. Sono di rilevante interesse, in questo senso, le disposizioni che fissano i compiti del socio pubblico (il MEF) in relazione alle attività della gestione separata attraverso la definizione: *i*) delle condizioni generali ed economiche dei libretti di risparmio postale, dei buoni fruttiferi postali, dei titoli, dei finanziamenti e delle altre operazioni finanziarie assistite dalla garanzia dello Stato<sup>102</sup>; *ii*) delle condizioni generali ed economiche degli impieghi, nel rispetto dei principi di

---

<sup>97</sup> Cfr. l. 27 dicembre 2013, n. 147.

<sup>98</sup> La previsione normativa sul finanziamento delle attività della gestione separata della CDP con riguardo al contrasto al cambiamento climatico, è stato introdotto con la l. 30 dicembre 2021, n. 234 (in SO n. 49, relativo alla G.U. 31/12/2021, n. 310), la quale ha disposto (con l'art. 1, comma 495) la modifica dell'art. 5, co. 7, lett. a), del d. l. 269/2003.

<sup>99</sup> Sull'argomento, per un quadro teorico, si v. F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004.

<sup>100</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 9, secondo cui, inoltre, rientrano nelle competenze del MEF le funzioni di vigilanza sulla gestione separata in materia di partecipazioni e svolgimento di attività strumentali, connesse e accessorie di CDP con riguardo ai profili di operazioni di finanziamento e sostegno del settore pubblico realizzate con riferimento all'intero settore previdenziale e assistenziale. La stessa disposizione precisa che restano ferme, in questo campo, le attribuzioni proprie della Commissione di vigilanza prevista dall'articolo 3 del regio decreto 2 gennaio 1913, n. 453 s.m.i., nell'ambito delle competenze proprie della Commissione parlamentare di cui all'articolo 56 della legge 9 marzo 1989, n. 88 s.m.i.

<sup>101</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, dove è stabilito che il MEF provvede all'attività della gestione separata mediante decreti di natura non regolamentare.

<sup>102</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. a).

accessibilità, uniformità di trattamento, predeterminazione e non discriminazione<sup>103</sup>. Inoltre, sempre in relazione all'attività della gestione separata, il socio pubblico è responsabile: *iii*) della trasparenza, della pubblicità, dei contratti e delle comunicazioni periodiche<sup>104</sup>; *iv*) delle partecipazioni societarie dello Stato<sup>105</sup>; *v*) delle caratteristiche e delle limitazioni delle operazioni promosse dai soggetti pubblici e privati finanziati e dei settori di intervento<sup>106</sup>; *vi*) delle esposizioni assunte o previste da CDP che possono essere garantite dallo Stato, anche a livello pluriennale<sup>107</sup>.

Di notevole importanza sono anche i compiti speciali del socio pubblico sul fronte della politica estera, con riguardo alla determinazione da parte del MEF delle modalità e dei criteri per lo svolgimento delle attività nel contesto della cooperazione internazionale, effettuate anche in cofinanziamento con istituzioni finanziarie europee, multilaterali o sovranazionali<sup>108</sup>. Significativi indici della particolare qualità del socio pubblico in CDP sono rinvenibili infine dalle disposizioni che prevedono, da un lato, l'assistenza legale dell'Avvocatura dello Stato per la gestione separata dell'ente e, dall'altro, il controllo giurisdizionale della Corte dei conti secondo le norme di cui all'art. 12 della legge 21 marzo 1958 n. 259<sup>109</sup>.

#### 4.4. *La speciale governance di CDP*

L'indagine sui caratteri di specialità che contraddistinguono la disciplina pubblicistica di CDP trova uno snodo fondamentale nell'analisi della *governance*, osservatorio privilegiato per l'esame degli elementi distintivi del socio pubblico. Anzitutto, una certa enfasi

---

<sup>103</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. *b*).

<sup>104</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. *c*).

<sup>105</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. *d*).

<sup>106</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. *e*).

<sup>107</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11, lett. *e-bis*), secondo cui, inoltre, la garanzia dello Stato può essere rilasciata a prima domanda, deve essere onerosa e compatibile con la normativa dell'UE in materia di garanzie onerose concesse dallo Stato. Con una o più convenzioni tra il Ministero dell'economia e delle finanze e CDP sono disciplinati i criteri e le modalità operative, la durata e la remunerazione di tale garanzia.

<sup>108</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 11-*bis*.

<sup>109</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 17.

va posta sulla partecipazione nella *governance* di CDP delle fondazioni di origine bancaria nella qualità di socio privato di minoranza. Si tratta di una partecipazione limitata, dal momento che le fondazioni bancarie in questione possono detenere esclusivamente quote di minoranza del capitale dell'ente per espressa previsione di legge. Il d. l. n. 269/2003 prevede in tal senso che le fondazioni siano destinatarie dell'attribuzione delle azioni non spettanti al socio pubblico statale di maggioranza<sup>110</sup>.

Se guardiamo allo statuto di CDP possiamo poi osservare come la partecipazione azionaria delle fondazioni bancarie risulti congeniale alla vocazione istituzionale dell'ente, stante la loro peculiare natura di enti *no profit*, che, seppur a diverso titolo rispetto al MEF, permette al socio privato di perseguire finalità affini all'interesse generale di cui è portatore il socio pubblico<sup>111</sup>. Inoltre, la fonte statutaria di CDP che disciplina la partecipazione azionaria dei soggetti diversi dal socio pubblico precisa che il trasferimento delle azioni deve avvenire solo a favore di altre fondazioni bancarie, rafforzando peraltro tale previsione con la disposizione che richiede la comprovata solidità patrimoniale e la regolarità di gestione di tali soggetti, nonché il riconoscimento ufficiale di simili caratteristiche da parte del C.d.A. di CDP<sup>112</sup>.

Da questo angolo visuale, allora, possiamo affermare che il carattere di specialità della normativa di CDP diviene un limite qualitativo anche per il socio privato, che non può assumere la qualifica di un qualsiasi soggetto, come avviene nelle comuni società per azioni disciplinate dal diritto civile, ma vede la preferenza di determinati soggetti la cui attività è in parte coincidente con l'oggetto sociale del socio pubblico, fissato

---

<sup>110</sup> Cfr. d.l. 269/2003, art. 5, comma 2. La norma specifica che possono divenire soci di minoranza in CDP anche altri soggetti pubblici e privati, quali le banche e gli altri intermediari finanziari disciplinati dal t.u.b. e dal t.u.f., la cui partecipazione è tuttavia molto limitata nella realtà.

<sup>111</sup> Si v. F. BASSANINI, *La "mutazione" della cassa Depositi e Prestiti: bilancio di un quinquennio (2009-2015)*, cit., 12.

<sup>112</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 8, co. 1, dove è detto che "[l]e azioni sono trasferibili solo a favore delle Fondazioni di cui all'art. 2 del decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153, nonché di banche e di intermediari finanziari vigilati, ai sensi del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 e successive modifiche, o del testo unico della intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche".



idealmente nella ricerca del benessere della collettività. Nello speciale assetto di *governance*, ulteriori limiti, questa volta di tipo quantitativo, sono posti per le fattispecie di trasferimento delle azioni da parte del socio privato<sup>113</sup>. La fonte statutaria, prevedendo una clausola di gradimento<sup>114</sup>, prescrive sostanzialmente che nessun socio privato possa detenere a qualsiasi titolo azioni superiori al 5% del capitale della società<sup>115</sup>. Per salvaguardare questo peculiare profilo, da una parte dovuto alla presenza del socio pubblico e dall'altra alla riduzione della contendibilità del capitale dell'ente<sup>116</sup>, la stessa norma prevede che il socio privato non possa esercitare i diritti relativi alle azioni eccedenti il circoscritto limite del 5%<sup>117</sup>. Infine, l'elemento di specialità che connota la disciplina di CDP e differenzia in senso qualitativo il socio pubblico statale rispetto alle fondazioni bancarie si apprezza particolarmente dalla previsione statutaria di tipo generale, laddove si prevede che le disposizioni sui limiti quantitativi e qualitativi sul socio privato “non trovano applicazione nei confronti del Ministero dell'economia e delle finanze”<sup>118</sup>.

Focalizzando ora l'attenzione sulla *governance* interna, si può notare come un interessante indicatore della specialità della disciplina pubblicistica connessa alla presenza del socio pubblico è rappresentato dalla singolare procedura prevista per il diritto di recesso. In quest'ambito, la disposizione principale della fonte statutaria di CDP si apre stabilendo che il diritto di recesso, oltre agli ordinari casi fissati dal diritto comune e precisamente dall'articolo 2437 del Codice civile, può

<sup>113</sup> In argomento, per una impostazione generale, si v. G. SBISÀ, *I limiti alla circolazione delle azioni. Art. 2355-bis*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2019, 69 ss.

<sup>114</sup> Cfr. V. DONATIVI - A. MALTONI, *La Cassa Depositi e Prestiti, cit.*, 32 ss.

<sup>115</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 8, co. 5, dove viene precisato che il limite azionario del 5% in capo al socio privato è computato prendendo in considerazione anche le azioni possedute dal “soggetto controllante”, da “tutte le controllate dirette e indirette”, dei “soggetti collegati”, nonché dai “soggetti controllati dallo stesso controllante”. Sul punto, cfr. M. GIACHETTI FANTINI, *La “straordinaria mutazione” del ruolo di Cassa Depositi e Prestiti nel passaggio dallo Stato azionista allo Stato investitore*, in *Federalismi*, 16 novembre 2018, 58 ss.

<sup>116</sup> In questo senso, si v. N. ABRIANI, *Partecipazione azionaria, categorie di azioni e altri strumenti finanziari partecipativi*, in *Tratt. Cottino*, IV, Padova, 2010, 231 ss.

<sup>117</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 8, co. 5, dove è precisato che le azioni eccedenti il limite del 5% sono comunque conteggiate ai fini della regolare costituzione dell'Assemblea.

<sup>118</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 8, co. 6.

esercitarsi in virtù della modifica dell'oggetto sociale da cui risulti un cambiamento significativo dell'attività della società, anche a seguito di “una disposizione di legge o regolamentare”<sup>119</sup>.

In quest'ultima ipotesi, a mio modo di vedere, appare evidente che ci troviamo di fronte ad una fattispecie di tipo speciale e pertanto derogatoria della disciplina privatistica prevista dal diritto comune, in quanto viene contemplata dalla fonte statutaria l'ulteriore possibilità di recesso per il socio privato alla luce del mutamento dell'oggetto sociale provocato da una disposizione di matrice legislativa o regolamentare. Circostanza questa del tutto peculiare, data la particolare natura del socio pubblico, segnatamente lo Stato tramite il MEF, coinvolto nella *governance* dell'ente. Va osservato, sul punto, che si tratta di una ipotesi di recesso addizionale rispetto alle fattispecie proprie del diritto comune e contemplate nella normativa privatistica del Codice civile<sup>120</sup> e che si caratterizza per il fatto di riferirsi ad un ente in cui assume una rilevanza significativa la presenza dell'interesse generale di cui è intestatario il soggetto pubblico statale.

Di notevole importanza, ai fini dell'indagine sulla specialità della disciplina di CDP, è pure la disposizione dello statuto che regola la determinazione del valore delle azioni del socio privato in caso di recesso da parte di quest'ultimo. In sostanza, è da rilevare come la fonte statutaria stabilisca un assetto normativo di tipo speciale che va in deroga alla disciplina privatistica contemplata per le società di capitali di diritto comune di cui all'art. 2437-ter del Codice civile. Vero è che

---

<sup>119</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 9, co. 1.

<sup>120</sup> Cfr. art. 2437 cod. civ. Per comodità si riporta il testo di interesse dell'articolo. “Hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:

- a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;
- b) la trasformazione della società;
- c) il trasferimento della sede sociale all'estero – lettera soppressa dal d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19;
- d) la revoca dello stato di liquidazione;
- e) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto;
- f) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso;
- g) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione”.

lo statuto di CDP, pur operando il richiamo alla norma codicistica in tema di recesso, prescrive in realtà modalità diversificate per la liquidazione delle azioni<sup>121</sup>.

Innanzitutto, viene in mente il fatto che nello statuto si faccia riferimento, per la determinazione del valore di liquidazione di ciascuna azione, all'utilizzo di "metodi di valutazione adottati nella miglior prassi nazionale e internazionale"<sup>122</sup>, metodologia non prevista dal Codice civile. La disposizione statutaria stabilisce che il C.d.A. dell'ente debba nominare un esperto, scegliendolo fra le società di revisione iscritte nel registro tenuto dal MEF oppure fra le banche d'affari nazionali o internazionali con riconosciuto *standing*<sup>123</sup>, entro dieci giorni dalla data dell'assemblea che ha disposto il recesso del socio privato. Poi, la procedura prevede una comunicazione con la valutazione del valore della liquidazione delle azioni da parte dell'esperto entro cinquanta giorni dall'accettazione dell'incarico, mentre il presidente del C.d.A. che ha ricevuto tale giudizio provvede entro cinque giorni a notificare la determinazione del valore ai soci privati recedenti<sup>124</sup>. Infine, la disposizione statutaria preserva l'applicabilità della disciplina comune sul diritto di contestazione, la quale dispone che la determinazione del valore di liquidazione delle azioni è stabilita mediante la relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale<sup>125</sup>.

---

<sup>121</sup> Per una diversa impostazione, si v. V. DONATIVI - A. MALTONI, *La Cassa Depositi e Prestiti*, cit., 29 ss. In precedenza, sempre per una ricostruzione differente, si v. E. BANI, *La Cassa Depositi e Prestiti S.P.A. di diritto singolare*, in S. AMOROSINO, G. ALPA, V. TROIANO, M. SEPE, G. CONTE, M. PELLEGRINI, A. ANTONUCCI (a cura di), *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, I, Padova, 2010, 269 ss., ma sul punto spec. 278 ss.

<sup>122</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 9, co. 3.

<sup>123</sup> *Ibid.*

<sup>124</sup> Sul punto, si v. V. DONATIVI - A. MALTONI, *La Cassa Depositi e Prestiti*, cit., 31-32, i quali notano le criticità relative alla scansione temporale della fonte statutaria che non permetterebbe una preventiva conoscenza del valore di liquidazione. Inoltre, più recentemente, sempre sullo stesso punto si v. G. MULAZZANI, *La cassa depositi e prestiti e la riforma amministrativa dell'economia*, cit., 177 ss. Per una impostazione generale sugli effetti economici del recesso del socio, si v. P. PISCITELLO, *Valore di disinvestimento e tutela del recedente nelle società per azioni*, in *Riv. Società*, 2015, 863 ss.

<sup>125</sup> Cfr. Statuto CDP, art. 9, co. 3, nel punto in cui si fa salva l'applicazione dell'art. 2437-ter, co. 6, sul diritto di contestazione da parte del socio privato recedente.

In conclusione, dall'esame del diritto positivo sulla fonte legale e statutaria possiamo confermare che vi sono molteplici indici, riferibili segnatamente alle funzioni, ai compiti e alla *governance*, che fanno emergere la specialità della normativa pubblicistica di CDP e consentono di cogliere molti aspetti relativi alla qualità della partecipazione dello Stato e delle amministrazioni nelle società di capitali. Ritengo che tali indici siano preziosi a suffragare l'ipotesi di ricerca qui proposta sulla necessità di una disciplina per il socio pubblico sostanzialmente diversificata da quella privatistica dettata per l'impresa privata, non necessariamente disegnata in negativo, ossia in deroga rispetto al diritto comune, ma sostanzialmente in positivo e in via ordinaria.

### 5. Conclusioni

L'analisi empirica e l'interpretazione del dato di diritto positivo sul caso di studio della CDP sono risultate quanto mai essenziali ai fini dell'indagine, soprattutto per cogliere se il soggetto pubblico avesse o meno quella presunta diversità qualitativa, tale da giustificare una deroga generalizzata alla normativa del TUSPP e se, e in quali casi, la disciplina derogatoria potesse diventare ordinaria, differenziando così nell'ipotesi specifica il socio pubblico dal socio privato. Da questa prospettiva, l'indagine su CDP si è rivelata molto preziosa per l'ipotesi di ricerca qui presentata, proprio per il fatto di aver messo in evidenza, sotto diversi punti di vista, i molteplici profili di specialità della disciplina di cui è beneficiario il socio pubblico. Profili di specialità che mostrano come il socio pubblico continui ad avere una diversità qualitativa, tale da giustificare un trattamento giuridico diversificato rispetto a quello riservato al socio privato.

Si tratta di peculiarità che, secondo la tesi sostenuta in questo articolo, possono essere ricollegate alla specifica matrice istituzionale da cui traggono senso le funzioni, i compiti e la *governance* del soggetto pubblico nell'ordinamento giuridico, anche quando esso agisce nella forma imprenditoriale della società di capitali in vista di assolvere all'interesse generale della collettività. Più concretamente, su questo versante i risultati della ricerca inducono a ritenere che Stato e amministrazioni, anche se deputati a svolgere le proprie funzioni nella sfera economica con moduli privatistici e schemi efficientistici tipici

dell'impresa privata, non mutano la loro essenza di attori istituzionali chiamati ad assolvere alle pretese delle sfere individuali e alla protezione degli interessi collettivi come previsto dall'ordinamento costituzionale.

Risiede qui un punto fondamentale dell'argomentazione proposta in questo articolo. In effetti, se il socio pubblico meriti o meno un trattamento giuridico differenziato rispetto al socio privato – e ciò motivi, come auspicato nel presente contributo, il legislatore ad emanare nel prossimo futuro una disciplina pubblicistica generale che regoli in positivo e in via ordinaria la partecipazione dello Stato e delle amministrazioni nelle società di capitali – è circostanza quest'ultima che deve essere giustificata e provata in punto di diritto positivo. A mio modo di vedere, una simile giustificazione può essere certamente ricavata dal sistema costituzionale e particolarmente da quelle norme che nell'ordinamento italiano rivelano come i poteri delle amministrazioni e dello Stato (articoli 97 e 98 Cost.) possano essere funzionali al perseguimento del pubblico interesse, nel senso della tutela e promozione dei diritti individuali e della realizzazione degli scopi fondamentali della collettività (articoli 2 e 3 Cost.)<sup>126</sup>.

---

<sup>126</sup> Per questo concetto di “pubblico interesse”, si v. la letteratura giuridica che si è occupata della funzionalizzazione del potere pubblico e più in generale dell'amministrazione (come strumenti finalizzati) alla tutela dei diritti delle persone. Fra le opere più significative, si v. G. PASTORI (a cura di), *La procedura amministrativa*, Milano, 1964, 3 ss.; ID., *Pluralità e unità dell'amministrazione*, in G. MARONGIU - G.C. DE MARTIN (a cura di), *Democrazia e amministrazione. In ricordo di Vittorio Bachelet*, Milano, 1992, 101 ss.; ID., *Le trasformazioni del procedimento amministrativo*, in *Dir. e soc.*, 1996, vol. II, 485 ss.; ID., *La sussidiarietà orizzontale alla prova dei fatti nelle recenti riforme legislative*, in A. RINELLA - L. COEN - R. SCARCIGLIA (a cura di), *Sussidiarietà e ordinamenti costituzionali, esperienze a confronto*, Padova, 1999, 180 ss.; F. BENVENUTI, *Il nuovo cittadino. Tra libertà garantita e libertà attiva*, Venezia, 1994; ID., *Per un diritto amministrativo paritario*, in *Studi in memoria di Enrico Guicciardi*, Padova, 1975, 807, poi in *Scritti giuridici*, vol. IV, Milano, 2006, 3223 ss.; ID., *Il ruolo dell'Amministrazione nello Stato democratico contemporaneo*, in *Jus*, XXXIV, 1987, 277 ss.; G. BERTI, *Amministrazione e Costituzione*, in AA.VV., *La pubblica amministrazione nella Costituzione. Riflessioni e indicazioni di riforma*, Atti del XXXIX Convegno di Studi di Scienza dell'Amministrazione, Varenna 16-18 settembre 1993, Milano, 1995; L.R. PERFETTI, *Sull'ordine giuridico della società e la sovranità*, in *Scritti per Luigi Lombardi Vallauri*, Padova, 2016, 1153 ss.