PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista

di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SUPPLEMENTO

GENNAIO/MARZO

2020

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, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

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.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

Il presente Fascicolo raccoglie gli atti del Convegno

«IMPRESA, MERCATI E TUTELA CIVILE»

Tenutosi a Trento nelle giornate del 25 e 26 ottobre 2019

Sotto la responsabilità scientifica della Direzione della
Rivista di Diritto Bancario

SOMMARIO

FILIPPO SARTORI, «Impresa, mercati e tutela civile»: note introduttive	1
GUIDO CALABRESI - ENRICO AL MUREDEN, <i>Driverless car</i> e responsabilità civile	7
AURELIO GENTILI, Il diritto regolatorio	23
FRANCESCO DENOZZA, Alla radice delle problematiche relazioni tra mercato, impresa e tutele: il trattamento dell'esternalità	41
ROBERTO NATOLI, Attualità del binomio “reintegrazione del diritto - risarcimento del danno”: il principio di precauzione nel diritto privato.....	63
ANDREA TUCCI, Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?	75
MADDALENA SEMERARO, ADR e controllo conformativo dell'attività di impresa	101
MATTEO DE POLI, Rating e tutele	127
MADDALENA RABITTI, Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II.....	145
RAFFAELE DI RAIMO, Ideologie e tecniche dei rimedi risarcitori nell'attività d'impresa (compensazione e ultracompensazione)	179
RAFFAELE LENER, Il paradigma dei settori regolati e la <i>democrazia</i> dell'algoritmo. Note introduttive.....	193

«Impresa, mercati e tutela civile»: note introduttive

SOMMARIO: 1. Diritto dell'economia e direzione di governo. – 2. Grammatica di una riflessione di base. – 3. Il paradigma dei settori regolati. – 4. Note conclusive.

1. *Diritto dell'economia e direzione di governo*

Il diritto privato dell'economia è segnato da una tensione immanente tra categorie ordinanti consolidate nelle codificazioni civilistiche e dinamiche strutturali della produzione e circolazione dei beni e servizi propri dell'economia di mercato. Nondimeno, la concettualizzazione dei rapporti tra privati operata dalla scienza giuridica ha dimostrato, nella storia recente, una certa resilienza così da supportare l'affermazione dei diversi sistemi economici in tutte le fasi di "capitalismo permanente": (i) dall'economia di mercato tipica del primo capitalismo; (ii) all'economia pianificata o dirigista, a fronte dell'evoluzione in senso pubblicistico e autoritario degli assetti politico istituzionali e dei relativi fondamenti ideologici, propria della storia dell'Europa continentale nella prima metà del XX secolo; (iii) sino all'economia mista come programmata nella nostra Carta Costituzionale.

Negli ultimi anni siamo testimoni di un fenomeno nuovo. Si è cioè assistito all'evoluzione del modello di intervento pubblico nei sistemi economici e alla trasformazione del ruolo dello Stato in uno scenario caratterizzato da marcati processi di globalizzazione.

Le politiche normative di impianto comunitario hanno ridefinito la regolazione dell'economia. L'arretramento dell'Autorità statale e l'abbandono di misure pubbliche invasive vengono compensati dall'impiego di tecniche nuove che si sviluppano nel territorio del diritto privato.

In questo scenario, la disciplina privatistica dei rapporti economici assume un ruolo vieppiù rilevante, di sintesi e di garanzia di interessi direttamente inerenti – non già soltanto ad assetti afferenti il rapporto tra parti private, ma – la funzionalità generale di modelli di mercato.

La "provincia" dei presidi pubblici, che caratterizza la conformazione del nostro diritto civile, viene ad assumere dimensioni

imponenti. Con una sorta di rivoluzione copernicana, l'eccezione diviene regola ed istituti tipicamente privatistici non si limitano a veicolare preferenze individuali, ma a favorire la realizzazione di valori di sistema.

La prospettiva, indubbiamente affascinante, ci conduce alle nuove frontiere della “regolazione” del sistema economico, quella che è stata definita come il «nuovo governo dell'economia», la «neoregolazione (...)», spesso affidata ad Istituzioni amministrative.

Le fonti di cognizione assumono forme diverse e presentano molto spesso un contenuto altamente tecnico per effetto di un fenomeno di trasposizione di regole tecnico-finanziarie in regole giuridiche. L'analisi costi-benefici diviene criterio preferenziale di selezione della normativa. La dimensione eteronoma si sviluppa su un architrave profondamente diverso rispetto a quello ingessante del sistema previgente, che si manifestava con la presenza diretta del(l'ente) pubblico nel mercato.

La direzione di governo dell'economia viene allora perseguita da un nuovo «diritto privato regolatorio», che si edifica intorno ai declamati valori della concorrenza, dell'efficienza, della stabilità del mercato, nonché della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati.

2. Grammatica di una riflessione di base

Le teorie istituzionalistiche dello sviluppo economico ci insegnano che sono proprio le regole di diritto privato che determinano l'efficienza dell'intero sistema economico. D'altronde la definizione dell'organizzazione sociale dipende, per una parte molto rilevante, dalle relazioni di base. Che il loro disegno è determinante per il funzionamento dello stesso mercato.

Seguendo questa prospettiva, diventa una necessità aprire una riflessione di base sulla “riconcettualizzazione” o “rimodulazione” delle categorie ordinanti. Più correttamente, si pone un problema di costruzione di concetti giuridici nuovi in una dimensione di accertato declino della stessa distinzione tra diritto pubblico e privato. Distinzione segnata da una trasformazione che attiene alla natura dei soggetti attivi sulla scena e delle situazioni giuridiche sostanziali, agli obiettivi e alle finalità perseguite, alla giustiziabilità delle pretese.

Esercizio quello richiamato di per sé complesso che assume però profili di maggior complessificazione alla luce delle problematiche strutturali connotanti la c.d. «quarta rivoluzione industriale», dove i processi produttivi e distributivi sono riorganizzati lungo i binari della digitalizzazione avanzata (per il tramite delle cc.dd. tecnologie abilitanti, a partire da infrastrutture informatiche, intelligenza artificiale ed elaborazione massiva dei dati personali) e della c.d. disintermediazione o, per meglio dire, delle nuove forme di intermediazione impiegabili con l'ausilio della tecnologia.

Nel contesto, l'esigenza di rinnovamento delle modalità di comprensione giuridica dei rapporti d'impresa e la conseguente costruzione dei relativi assetti di tutela, si snodano su due assi che finiscono per convergere. Da un lato, quello indirizzato alla ridefinizione sostanziale degli assetti, in punto di identificazione dei centri di imputazione e dei presupposti di titolarità delle tutele. Nuovi assetti e nuove soggettività che scardinano il pilastro stesso (: diritto soggettivo) intorno al quale è stato edificato il codice civile vigente; Dall'altro lato, quello, collocato sul piano rimediario, orientato alla ridefinizione degli strumenti di attuazione coattiva delle posizioni giuridicamente protette. È noto che l'idea stessa di rimedio è intimamente connessa alla situazione giuridica che intende tutelare. Nella diversità metodologica dei diversi ordinamenti, un diritto esiste in quanto c'è un rimedio e solo se c'è un rimedio il diritto esiste: *ubi ius ibi remedium, ubi remedium ibi ius*. Del resto, i rimedi non sono formule declamatorie ma vere e proprie "istituzioni sociali" che dotano di forza gli interessi soggettivi rendendoli situazioni giuridiche. Rispondono cioè alla concreta esigenza di tutelare coloro che hanno subito o temono di subire un'ingiustizia e, per l'effetto, si identificano con l'essenza stessa del diritto. Risulta insomma intuitivo che la rivisitazione delle categorie giuridiche sostanziali non può prescindere da un ripensamento più generale degli strumenti rimediali, che devono, per l'appunto, tenere in considerazione: le nuove soggettività giuridiche, ovvero i soggetti legittimati ad agire, portatori dell'interesse esposto alla minaccia dell'illecito; i nuovi interessi che giustificano l'esperimento dell'azione e, soprattutto, le conseguenze (catastrofiche) dell'illecito.

3. *Il paradigma dei settori regolati*

Nel quadro tracciato, assumono rilievo prioritario e per molti versi dimostrativo i settori cc.dd. regolati, tra i quali in particolare il comparto delle attività finanziarie, poiché più degli altri testimoniano questo cambio di paradigma concettuale.

L'arretramento dell'Autorità Statale dal giuoco economico e la contestuale affermazione del modello dello Stato regolatore, la cui cifra si coglie nel diritto privato regolatorio, sono qui di percezione immediata.

Le teorie generali diventano regole operazionali. I negozi del mercato possono essere perfezionati esclusivamente da un imprenditore qualificato la cui organizzazione sia fondata su una struttura che garantisca la solvibilità dell'impresa. L'impresa dona l'anima al contratto e ne determina la disciplina. Il contratto insomma non è più un ordinamento autonomo, un affare privato alla luce delle conseguenze di sistema (le «esternalità») che è idoneo a produrre. La predisposizione di clausole contrattuali eteronome dal valore precettivo diventa una raffinata tecnica normativa che caratterizza l'intervento autoritativo nel mercato. Il concetto di autonomia privata intesa sia come libertà di concludere il contratto sia di determinarne il contenuto deve essere revisionato. È interessante notare, da questo angolo visuale, che la politica di intervento non opera, almeno non esclusivamente sul piano dell'*enforcement*, incidendo direttamente sul diritto sostanziale, cioè sulle norme di regolazione dei soggetti, delle condotte, degli atti.

La riserva di attività, le limitazioni dell'oggetto sociale, il sistema delle autorizzazioni e dei controlli *ex post*, la *disclosure* al mercato, la speciale organizzazione e i requisiti patrimoniali sono la cifra della *governance* delle imprese bancarie, finanziarie e assicurative. Lo statuto contrattuale riflette questa dimensione e assurge a sintesi della convergenza tra interessi generali e individuali. La regolazione del contratto diviene strumento di regolazione del mercato e viene affidata ai guardiani del nuovo ordine chiamati a tutelare gli interessi della collettività. Autorità dotate di un potere di regolamentazione pervasivo che si estende a tutti gli aspetti dell'organizzazione e dell'attività del mercato.

4. *Note conclusive*

In questo contesto di cambiamento strutturale, la Direzione della *Rivista di Diritto Bancario* ha organizzato il Convegno di Studi per favorire una riflessione di base sugli istituti fondamentali del diritto dell'economia. I risultati scientifici di questo incontro appaiono meritevoli di segnalazione. Da essi emerge infatti una rinnovata attenzione critica ai rapporti tra diritto ed economia. Nello spirito che anima i contributi qui pubblicati, esito di due giornate di lavoro trentine, l'esigenza di un ripensamento delle categorie fondative non muove nella prospettiva di adeguamento del diritto alle forze economiche, ma in quella inversa.

La rinnovata attenzione critica dimostra che i tempi sono maturi per nuove proposte di politica del diritto che tengano conto delle grandi trasformazioni in atto.

Driverless car e responsabilità civile

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. L’impatto economico e sociale dell’avvento delle *driverless car*. – 3. La diffusione delle *driverless cars* ed i possibili riflessi sul sistema giuridico. – 4. Le *driverless cars* tra questioni morali e “scelte strategiche”. – 5. Conclusioni.

1. Premesse

Il grande giudice della Corte Suprema Frankfurter era solito domandare ai suoi allievi quale fosse stato nell’Ottocento l’avvenimento più significativo nell’ambito legale, quello da cui fosse scaturito l’effetto più diffuso e dirompente sul sistema giuridico del tempo. Agli studenti, che rispondevano talvolta indicando la Guerra civile e talvolta il XIV Emendamento, Lui replicava che, in realtà, fu l’invenzione del motore a vapore ad incidere sul diritto pubblico e privato all’epoca vigenti più di qualunque altro avvenimento.

Attualmente un’epocale trasformazione, analoga a quella impressa all’assetto economico, sociale e giuridico dalla diffusione del motore a scoppio nell’Ottocento, sembra potersi ripetere quale conseguenza della diffusione delle *driverless cars*.

L’eventualità che esse dominino la circolazione stradale del prossimo futuro è suggerita da una molteplicità di fattori. La loro introduzione sarà caldeggiata e promossa dalle imprese che, prestando servizi di trasporto di cose e persone, potrebbero trarre considerevoli benefici economici dall’utilizzo di taxi e di camion “autoguidati”. Una volta superata la prima fase di diffusione dei veicoli a guida autonoma, inoltre, si instaurerà verosimilmente un circolo virtuoso che, generando in ciascuno il bisogno di adottare questa nuova forma di mobilità, condurrà ad un radicale mutamento del mercato delle automobili e ad una celere sostituzione del parco circolante, dando vita a dinamiche assai simili a quelle che a partire dal Novecento caratterizzarono i primi decenni dello sviluppo dell’industria automobilistica.

La transizione dalle modalità di circolazione tradizionali a quelle caratterizzate da elevati livelli di automazione dei veicoli sembra destinata a non conoscere “mezze misure”. Attualmente, infatti, dispositivi di assistenza alla guida sempre più avanzati hanno

progressivamente accresciuto la dipendenza del pilota dalla macchina, ma non hanno ancora del tutto eliminato il ruolo del guidatore, che continua a rivestire un'importanza fondamentale¹. Cionondimeno, laddove il guidatore agisca negligenemente negli spazi residui a lui rimessi, i danni potrebbero essere, paradossalmente, ancora più gravi. Inoltre, nella prospettiva che caratterizza ormai la circolazione presente e che diverrà sempre più accentuata nel prossimo futuro, la coesistenza tra veicoli tradizionali e veicoli altamente automatizzati genererà una situazione di caos caratterizzata da numerose anomalie solo in parte prevedibili e dall'emergere di una nuova tassonomia degli incidenti².

In seguito si giungerà verosimilmente al punto in cui domineranno i veicoli automatici, che relegheranno ad una dimensione marginale le auto tradizionali. È possibile immaginare una coesistenza delle due tipologie di veicoli ed anche una differenziazione delle strade in parte riservate ai veicoli automatici ed in parte accessibili a coloro che, volendo ancora guidare la propria auto, preferiscano avvalersi di veicoli tradizionali. Infine, a breve distanza di tempo dall'avvio della dinamica appena prefigurata, si giungerà ad un'assoluta prevalenza dei veicoli totalmente automatici, che condurrà coloro che volessero guidare da sé a svolgere questa attività fuori dalle strade pubbliche in una sorta di “parchi divertimento” riservati agli amanti della guida tradizionale.

Si potrebbe pensare di impedire tutto questo? Considerando il funzionamento dei nessi tra capitalismo, regolamentazione ed incentivi, risulta impossibile immaginare una modalità attraverso la quale essi

¹ In questo senso M. GEISTFELD, *A Roadmap for Autonomous Vehicles: State Tort Liability, Automobile Insurance, and Federal Safety Regulation*, 105 Calif. L. Rev. 1611 (2018), 1636; J. LEVY, *No Need to Reinvent the Wheel: Why Existing Liability Law Does Not Need to Be Preemptively Altered to Cope with the Debut of the Driverless Car*, in *J. Bus. Entrepreneurship & L.*, 2015, 360; K.S. ABRAHAM, R.L. RABIN, *Automated Vehicles and Manufacturer Responsibility for Accidents: A New Legal Regime for a New Era*, in *Virginia Law Review*, Vol. 105, 2019, 40. Nel contesto italiano U. RUFFOLO, *Self-driving car, auto driverless e responsabilità*, in *Intelligenza artificiale e responsabilità*, U. RUFFOLO (a cura di), Milano, 2017, 39; A. DAVOLA E R. PARDOLESI, *In viaggio col robot: verso nuovi orizzonti della r.c. auto (“driverless”)?*, in *Danno e resp.*, 2017, 625; A. ALBANESE, *La responsabilità civile per i danni da circolazione di veicoli ad elevata automazione*, in *Eur. dir. priv.*, 2019, 1006; E. AL MUREDEN, *Autonomous cars e responsabilità civile tra disciplina vigente e prospettive de iure condendo*, in *Contr. Impr.*, 2019, 895.

² K.S. ABRAHAM, R.L. RABIN, *op. cit.*, 44; M. GEISTFELD, *op. cit.*, 1635.

potrebbero impedire o ostacolare la diffusione delle *driverless cars*. Ciò perché, così come accadde a seguito dell'invenzione del motore a vapore nell'Ottocento, l'introduzione sul mercato delle *driverless cars* assumerà i caratteri della *disruptive technology*³ capace di travolgere il sistema preesistente ed indurre profondi mutamenti degli assetti economici, sociali e giuridici.

In quest'ottica, appare in primo luogo da escludere l'opportunità di adottare un approccio fondato su una politica di divieto che miri a inibire autoritativamente la diffusione delle *driverless cars*. Una simile misura risulterebbe inefficace: il fatto che uno o più ordinamenti la adottino, infatti, non impedirebbe ad altri ordinamenti maggiormente favorevoli alla diffusione delle *driverless cars* di optare per una politica di apertura ed incentivo destinata a prendere il sopravvento nel lungo periodo ed a travolgere le scelte di retroguardia operate da paesi arroccati su posizioni di divieto.

Anche l'opzione che preveda di regolare il fenomeno delle *driverless cars* mediante norme privatistiche in materia di responsabilità civile ed una disciplina pubblicistica imperativa non appare del tutto auspicabile in quanto il mutamento impresso dall'automazione della circolazione stradale appare, per sua natura, estremamente "dinamico" e la celerità dell'evoluzione tecnologica costringerebbe il legislatore ad un continuo e vano "inseguimento" di fenomeni che, non appena regolati, presenterebbero già caratteri più evoluti e necessiterebbero immediatamente di una regolamentazione maggiormente sofisticata.

In questo scenario sembra opportuno dedicare alcune considerazioni riguardo alle opportunità ed ai problemi che potrebbero scaturire dall'avvento delle *driverless cars*, nonché soffermarsi sui riflessi che la

³ Nello studio *A common EU approach to liability rules and insurance for connected and autonomous vehicles European Added Value Assessment Accompanying the European Parliament's legislative own-initiative report*, cit., p. 7, viene sottolineato che l'introduzione della guida automatizzata può assumere i caratteri della c.d. "*disruptive technology*", ossia di un'innovazione che condurrà ad un cambiamento radicale della nozione di prodotto, mobilità e sicurezza; in senso analogo si esprime la già citata *Automated Driving Roadmap*, redatta dall'ERTRAC Working Group, pubblicato il 29 maggio 2017, http://www.ertrac.org/uploads/images/ERTRAC_Automated_Driving_2017.pdf, p. 4, che sottolinea i benefici che l'introduzione dell'auto a guida altamente automatizzata dovrebbe consentire di raggiungere in termini di riduzione degli incidenti, inclusione sociale e maggiore efficienza del trasporto.

loro diffusione determinerà sull'attuale quadro economico, giuridico e filosofico. Proprio la molteplicità di prospettive che l'introduzione dell'auto *driverless* impone di considerare valorizzando la profonda relazione di interdipendenza che le collega sottolinea l'imprescindibile necessità di adottare un approccio interdisciplinare che condurrà il giurista ad instaurare un proficuo dialogo con le altre scienze⁴.

2. *L'impatto economico e sociale dell'avvento delle driverless cars*

Per quanto attiene agli effetti macroeconomici è evidente che – similmente a quanto accadde dapprima nell'Ottocento con le ferrovie e in seguito nel Novecento, dagli anni Dieci al 1929, in occasione della diffusione sul mercato delle autovetture – un avvenimento così importante quale l'avvento delle *driverless cars* darà luogo ad un'imponente spinta economica di lunga crescita. Come sempre accade quando una nuova tecnologia irrompe sulla scena, la curva della crescita, anche se periodicamente interrotta da estemporanei intervalli di recessione, sarà costante fino al raggiungimento di un punto di maturità del mercato, che si realizzerà quando tutti avranno una vettura *driverless*. Proprio in questo momento si verificherà un *crash* fenomenale, similmente a quanto accade alla fine dell'Ottocento con il mercato delle ferrovie e nel 1929 con il mercato delle automobili. Il ricorso allo strumento della responsabilità civile o a diverse forme di regolamentazione al fine di controllare la crisi economica che seguirà alla sopravvenuta maturità del mercato è certamente auspicabile, ma non appare sufficiente a fornire risposte esaustive rispetto ad un fenomeno che, proprio in ragione della sua complessità, sembra richiedere soluzioni nuove rispetto al passato. In quest'ottica l'adozione di un nuovo approccio basato su una visione ampia ed interdisciplinare sembra costituire la via attraverso la quale l'inevitabile crisi dovuta alla saturazione del mercato potrà essere contenuta evitando collassi economici “disastrosi” e conseguenti sconvolgimenti sul piano politico.

Per quanto concerne gli effetti microeconomici, in uno scenario nel quale sarà sufficiente premere un tasto sul cellulare per ottenere in un

⁴ G. CALABRESI, *Il futuro del Law and Economics. Saggi per una rimeditazione ed un ricordo*, F. FIMMANÒ e V. OCCORSIO (a cura di), Traduzione di D. MALTESE, Presentazione di E. AL MUREDEN, Milano, 2018.

tempo brevissimo l'arrivo dell'auto *driverless* preferita dall'utente per raggiungere qualunque destinazione, nessuno avrà più la propria auto in quanto possedere l'automobile non sarà più necessario, conveniente o desiderabile. In un simile scenario appare inevitabile un profondo e sistematico ripensamento della disciplina dei contratti, della responsabilità civile e di ogni altra regola che attualmente governa il servizio di «noleggio» delle automobili.

Parallelamente si assisterà anche ad un'epocale trasformazione degli assetti urbanistici delle città, nelle quali il venir meno delle esigenze di posteggiare l'automobile condurrà ad una progressiva e diffusa riconversione delle aree attualmente destinate a parcheggio.

La diffusione della tecnologia delle *driverless cars* andrà verosimilmente di pari passo con l'affermarsi dell'auto elettrica, dando vita ad uno scenario in cui le automobili automatizzate saranno nella grande maggioranza elettriche; inoltre la sempre più accentuata tendenza a programmare i tragitti e a calcolarne l'estensione condurrà ad una crescente rilevanza delle tecnologie funzionali ad individuare le soluzioni ed i percorsi più efficienti dal punto di vista del consumo e dell'impatto ambientale declinando la guida autonoma anche secondo la più specifica prospettiva della *predictive driving*.

Una così profonda rivoluzione rifletterà inevitabilmente un impatto negativo su tutte le attività economiche che ruotano intorno all'utilizzo delle risorse petrolifere. Non vi è dubbio che sotto questo profilo si assisterà ad una strenua difesa di posizioni attualmente consolidate che si risolverà in un temporaneo ostacolo sulla via che condurrà all'affermazione delle tecnologie funzionali alla diffusione dell'auto elettrica. L'affermazione definitiva di questa nuova forma di mobilità, pertanto, seppur attraverso un percorso denso di ostacoli, sembra destinata nel lungo termine ad un sicuro successo; da essa, inoltre, scaturirà un rilevantissimo impatto anche sotto il profilo degli assetti economico-politici internazionali, soprattutto per quanto concerne la marginalizzazione dell'importanza attualmente rivestita dallo sfruttamento delle risorse petrolifere.

3. *La diffusione delle driverless car ed i possibili riflessi sul sistema giuridico*

Per quanto concerne i riflessi dell'introduzione delle *driverless cars* sulle norme che governano la circolazione stradale occorre considerare che l'attuale sistema di regole preventive e risarcitorie attribuisce rilievo preminente a tre profili: anzitutto quello connesso alla pericolosità del guidatore, quindi quello che concerne la pericolosità dell'auto verso i terzi e, infine, quello della pericolosità del veicolo per gli occupanti. L'esperienza maturata a distanza di un secolo dall'introduzione dell'automobile e della sua diffusione di massa testimonia che è assai difficile concepire un sistema di incentivi di mercato che tratti tutti i profili appena indicati in termini adeguati. Tutti gli attuali sistemi di responsabilità civile, infatti, si polarizzano esclusivamente intorno a due degli aspetti indicati (pericolosità del guidatore e pericolosità del veicolo nei riguardi dei terzi) e quasi nessuno prescinde dalla fondamentale rilevanza attribuita al problema del guidatore.

L'attuale sistema di incentivi economici, nel quale il costo dell'assicurazione è direttamente proporzionale agli incidenti potenzialmente provocati a terzi, assolve principalmente alla funzione di garantire la sicurezza di questi ultimi. Un simile sistema, tuttavia, non fornisce incentivi adeguati ad incrementare la sicurezza degli occupanti del veicolo per i danni imputabili alla sua insufficiente capacità di proteggere i passeggeri in caso di incidenti. Ciò costituisce, invero, la ragione per cui tale ultima finalità è stata perseguita negli Stati Uniti e nell'Unione Europea attraverso una disciplina pubblicistica che ha imposto l'adozione di standard di sicurezza legislativamente determinati e di accessori quali gli *airbag* e le cinture di sicurezza⁵.

⁵ Negli Stati Uniti la svolta nel processo che ha condotto al moderno approccio legislativo in tema di sicurezza degli autoveicoli (c.d. *crashworthiness doctrine*) è stata attuata con l'emanazione nel 1966 dell'*Highway Safety Act*, collocato nell'*United States Code (U.S.C.) (Title 49 of the United States Code, Chapter 301, Motor Vehicle Safety)*. Recependo orientamenti che andavano consolidandosi nella giurisprudenza, fu esplicitamente riconosciuta dal legislatore federale (Title 49 U.S.C. § 32301 (1)) la c.d. *crashworthiness doctrine*, in ragione della quale sussiste un obbligo di immettere sul mercato autoveicoli che garantiscano un livello di protezione ragionevole in caso di incidente. Per una ricostruzione storica si rinvia a R. NADER, *Unsafe at Any Speed*, New York, 1965 ed alla sua traduzione italiana R. NADER, *L'auto che uccide*, Milano, 1967. La possibilità di ridurre i "costi" derivanti

Proprio l'inadeguatezza degli incentivi del mercato costituisce tutt'ora la principale ragione per cui i fabbricanti tendono perlopiù ad adeguarsi agli standard legislativi equipaggiando le automobili con *airbag* e cinture di sicurezza ordinari e ad investire limitate risorse nella ricerca e nello sviluppo di soluzioni più protettive, ma, al tempo stesso, anche maggiormente onerose sotto il profilo della progettazione e realizzazione.

L'avvento dei veicoli *driverless*, eliminando i profili di pericolosità correlati alla presenza del guidatore, consentirebbe di concepire un sistema di responsabilità civile completamente nuovo la cui principale funzione diverrebbe quella di proteggere i terzi e gli occupanti dell'autoveicolo. Immaginando questo nuovo scenario – dominato da una "responsabilità delle auto" chiamate a rispondere sia per i danni cagionati ai terzi, sia per quelli subiti dagli occupanti – è stato ideato un innovativo sistema di responsabilità civile nel quale il danneggiato verrebbe risarcito in modo automatico. In questa particolare prospettiva viene posta in rilievo l'esigenza di socializzare i costi dei nuovi incidenti causati dall'automazione della circolazione stradale⁶ lumeggiando l'introduzione di un sistema denominato *Market Enterprise Responsibility* (MER), il quale presupporrebbe l'istituzione di un fondo alimentato dagli stessi produttori funzionale a creare le risorse a cui attingere per far fronte al risarcimento dei danni eventualmente cagionati⁷. In questo modo si realizzerebbe una copertura di tipo latamente previdenziale a favore degli occupanti, dei pedoni e di ogni tipo di *bystander* che consentirebbe di allocare tutti i costi derivanti dagli incidenti causati dai veicoli *self-driving* persino nelle limitate ipotesi in cui conservi rilevanza l'errato controllo dell'essere umano. Il sistema della *Market Enterprise Responsibility* (MER) consentirebbe, inoltre, di allocare i costi degli incidenti provocati dai veicoli automatizzati secondo una modalità caratterizzata da un elevato livello di sostenibilità economica, in quanto, ricorrendo

dall'attuale regolamentazione della circolazione stradale costruendo "automobili strutturalmente incapaci di superare una certa modesta velocità", viene evocata anche da F. DENOZZA, *Alla radice delle problematiche relazioni tra mercato, impresa e tutele: il trattamento dell'esternalità*, in questo Fascicolo, cfr. *infra*, par. 5.

⁶ K.S. ABRAHAM, R.L. RABIN, *op. cit.*, 48.

⁷ M. GEISTFELD, *op. cit.*, 1611. Nell'ordinamento italiano una soluzione analoga è stata prospettata da A. DAVOLA e R. PARDOLESI, *op. cit.*, 628.

al meccanismo della *market share liability*⁸, porrebbe sul produttore un onere di contribuzione al finanziamento del fondo destinato alla compensazione delle vittime degli incidenti direttamente proporzionale alle quote di mercato conseguite e, in un certo senso, all'entità del rischio introdotto nella società⁹.

Il sistema descritto da ultimo potrebbe essere osservato in una duplice prospettiva che da una parte evidenzia le analogie che esso presenta rispetto a quello attualmente delineato dal legislatore italiano e dall'altra lo assume a possibile paradigma dal quale trarre indicazioni per attuare le modifiche postulate dalla transizione da un modello di circolazione *driver focused* ad uno *product focused*, ossia incentrato sul veicolo e sui suoi dispositivi di automazione della guida. Sotto il profilo delle analogie è possibile affermare che nell'ordinamento italiano il costo degli incidenti viene attualmente allocato sul proprietario e sul conducente del veicolo in virtù di una regola di responsabilità civile particolarmente severa (art. 2054 c.c.) la quale opera in sinergia con un sistema di assicurazione privata obbligatoria. Il combinarsi di questi strumenti dà luogo ad una situazione nella quale – similmente a quanto lumeggiato dagli ideatori della *Market Enterprise Responsibility* – ciascun proprietario o conducente di veicoli attraverso il pagamento del premio assicurativo contribuisce alla creazione di un fondo destinato al risarcimento dei futuri incidenti fornendo un apporto la cui misura è proporzionale al rischio introdotto nella società. Nell'ottica di una persistente vigenza dell'art. 2054 c.c. nel prossimo futuro potrebbe ipotizzarsi che, alla transizione verso un sistema di guida nel quale il veicolo assumerà un ruolo predominante rendendo marginale ed irrilevante quello del pilota, corrisponda una perdita di centralità della regola codificata all'art. 2054, comma 1, c.c. e ad un correlativo ampliamento della portata dell'art. 2054, ultimo comma, c.c.¹⁰.

⁸ K.S. ABRAHAM, R.L. RABIN, *op. cit.*, 29. Sulla *Market Share Liability* che prevede una ripartizione della responsabilità derivante dai c.d. danni anonimi in funzione delle quote di mercato riferibili ai danneggianti PRIEST, *Market Share Liability in Personal Injury and Public Nuisance Litigation: an Economic Analysis*, in *Supreme Court Economic Review*, Chicago, Ill. [u.a.], 18 (2010), p. 109 ss.

⁹ K.S. ABRAHAM, R.L. RABIN, *op. cit.*, 29 e 48.

¹⁰ L'applicazione dell'ultimo comma dell'art. 2054 c.c. quale disposizione idonea a istituire una forma di responsabilità in capo al produttore per i danni cagionati all'utilizzatore del veicolo ed ai terzi, efficacemente lumeggiata da Alpa (G. ALPA, *Costruzione di autoveicoli, clausole di esonero e responsabilità dell'impresa. Per una*

Un'esaustiva soluzione del problema del risarcimento dei danni cagionati dalla circolazione dei veicoli automatizzati, in ogni caso, non potrebbe prescindere da una lettura dell'art. 2054, comma 4, c.c. coordinata con la disciplina della responsabilità del produttore¹¹. Solo in una simile prospettiva risulterebbe possibile fornire un'adeguata tutela ai *bystanders* e soprattutto all'utilizzatore del veicolo nelle c.d. *one car collision* in cui il danneggiato – assumendo la veste di proprietario e conducente – non risulterebbe coperto delle previsioni contenute nell'art. 2054 c.c.¹².

La realizzazione di un disegno quale quello lumeggiato nella teoria della *Market Enterprise Responsibility* comporterebbe un radicale sconvolgimento delle logiche sottostanti alle attuali norme in materia di responsabilità civile e, anche per questa ragione, postulerebbe l'adozione di un approccio improntato all'eliminazione di divergenze tra le singole discipline nazionali di Stati inseriti in un'ampia realtà geografica ed appartenenti ad un sistema federale o ad un'unione. In altri termini, la soluzione appena prospettata potrebbe attuarsi nel contesto statunitense dando vita ad una disciplina uniforme a livello federale; similmente, nell'Unione Europea, un sistema modellato sull'idea della *Market Enterprise Responsibility* potrebbe essere

*diversa lettura dell'articolo 2054, ultimo comma, codice civile, in Giur. it., 1975, I, c. 751) a metà degli anni Settanta, sembra poter essere riproposta con rinnovata attualità nel contesto attuale, dominato dalla crescente rilevanza *Advanced Driver Assistance Systems* (ADAS) ed in quello del prossimo futuro nel quale verosimilmente si affermeranno forme di automazione della guida ancora più accentuate. In senso analogo A. ALBANESE, *op. cit.*, 1006, anche sulla scorta delle soluzioni recentemente adottate dal legislatore tedesco ed inglese, osserva che la previsione contenuta nell'ultimo comma dell'art. 2054 c.c. risulta nello scenario attuale "tutt'altro che anacronistica", in quanto «la responsabilità del proprietario continua (...) a rivestire un ruolo centrale nel sistema di allocazione dei costi (primari e secondari) del danno».*

¹¹ Per un'accurata analisi del rapporto di complementarietà che si instaura tra la previsione contenuta nell'art. 2054 c.c. e le norme che governano la responsabilità del produttore ALBANESE, *op. cit.*, 1005.

¹² Sul punto D. CERINI, *Dal decreto Smart Roads in avanti: ridisegnare responsabilità e soluzioni assicurative*, in *Danno e resp.*, 2018, 401, osserva che «con la diffusione dei CAV, l'intero modello di attribuzione di responsabilità e delle coperture assicurative è destinato a cambiare radicalmente con un aumento delle coperture per danno da prodotto ed una rimodulazione interna dei rischi legati al funzionamento dell'automobile».

efficacemente implementato solo a condizione di renderlo comune a tutti gli ordinamenti statali che aderiscono all'Unione, ponendo in essere una disciplina caratterizzata dal massimo grado di armonizzazione¹³.

Non vi è dubbio che, anche in uno scenario nel quale il nuovo disegno della responsabilità civile possa trovare attuazione, esso debba essere osservato alla stregua di una trasformazione di un sistema consolidato da decenni alla quale conseguirà, inevitabilmente, il sacrificio di alcune attività economiche e professionali, quali quelle fondate sull'infortunistica stradale. Cionondimeno, similmente a quanto poc'anzi osservato a proposito della transizione dalla mobilità basata su carburanti combustibili tradizionali a quella fondata sulla trazione elettrica, appare verosimile immaginare che tale ostacolo non potrà inibire l'avvento e lo sviluppo di un sistema di responsabilità civile conformato in funzione dei peculiari caratteri della nuova tecnologia delle *driverless cars*, inevitabilmente destinata a divenire dominante.

4. *Le driverless cars tra questioni morali e “scelte strategiche”*

Tra le delicate questioni morali e filosofiche poste dall'avvento delle *driverless cars* l'attenzione si è da tempo polarizzata sul dilemma etico efficacemente esemplificato mediante la metafora del «*trolley problem*»¹⁴, che scaturisce dalla necessità di programmare *ex ante* decisioni che assumano come soluzione da preferire quella di sacrificare una sola persona o un numero limitato di individui al fine di salvare un numero assai superiore di vite umane.

Si tratta, invero, di una questione che non assume rilievo nel sistema attuale, in cui l'esimente dello stato di necessità è ontologicamente riferita a fattispecie nelle quali l'azione astrattamente illecita da cui scaturisce il sacrificio di un diritto è giustificata da situazioni in cui

¹³ E. AL MUREDEN, *op. cit.*, 895; U. RUFFOLO, E. AL MUREDEN, *Autonomous vehicles e responsabilità nel nostro sistema ed in quello statunitense*, in *Intelligenza Artificiale e diritto*, E. GABRIELLI E U. RUFFOLO (a cura di), in *Giur. it.*, 2019, 1704.

¹⁴ L'espressione scaturisce dalle ricerche condotte da A. APPIAH, *Experiments in Ethics*, Cambridge MA, 2008; P. FOOT, *Virtues and Vices and Other Essays in Moral Philosophy* 19 (1978) e J.J. THOMPSON, *The Trolley Problem*, 94 *Yale L. J.*, 1395 (1985).

l'individuo si trova costretto ad agire repentinamente al fine di scongiurare pericoli per la vita o l'integrità fisica senza poter programmare *ex ante* le proprie reazioni istintive.

Nel nuovo scenario dominato dalle *driverless cars* l'innovazione tecnologica imporrà di pianificare *ex ante* decisioni tradizionalmente affidate a reazioni impulsive, guidate dall'istinto ed adottate in una dimensione individuale che non postula una valutazione politica da parte del legislatore. Proprio il fatto che le scelte riguardo a situazioni critiche dovrà essere assunto *ex ante*, al momento di programmare le macchine, costituisce, in definitiva, la reale questione posta dall'affermarsi dei veicoli automatici; un simile ragionamento, tuttavia, sembra attribuire un'eccessiva rilevanza al problema morale che costituisce una parte inevitabile della responsabilità civile.

In realtà le situazioni di pericolo generate dalla circolazione stradale rispetto alle quali per lungo tempo è stata concepibile solamente una reazione affidata alle valutazioni mutevoli, estemporanee ed impulsive di un individuo chiamato ad operare in una condizione di obiettiva e grave difficoltà finirebbero per transitare in un nuovo scenario nel quale le medesime valutazioni potranno essere soppesate *ex ante* in funzione di un'analisi dei benefici e dei costi condotta sulla base di metodi scientifici, sotto la guida di comitati deputati a valutare le implicazioni etiche e avendo presente una visione che compendi la prospettiva individuale e quella collettiva. Una simile transizione induce a ritenere che dette situazioni fuoriescano dal concetto di stato di necessità e debbano essere ricondotte in ambiti nei quali il legislatore è da tempo avvezzo all'adozione di "scelte" che costituiscono l'esito di complesse valutazioni e delicati bilanciamenti tra diritti fondamentali¹⁵.

In questa prospettiva l'ostacolo di ordine morale che si frappone all'introduzione delle *driverless cars* appare, invero, non

¹⁵ In realtà casi analoghi si sono già verificati nel diritto statunitense. Così nel caso *Ford Pinto (Grimshaw v. Ford Motor Company)* (119 Cal.App.3d 757, 174 Cal.Rptr. 348) il produttore – chiamato a difendersi dall'accusa di aver posizionato il serbatoio in una sede nella quale era assai probabile un'esplosione in caso di incidente – impostò la propria difesa sostenendo che l'adozione di una soluzione alternativa e maggiormente sicura sarebbe risultata eccessivamente onerosa e quindi economicamente non efficiente. L'irragionevolezza di un simile argomento difensivo fu censurata e stigmatizzata dalla Corte e dalla Giuria, che disposero la condanna del fabbricante al pagamento di *compensatory damages* e *punitive damages*.

insormontabile. Esso, infatti, lungi dal presentare carattere di novità, appartiene al novero di quelle «scelte tragiche»¹⁶ nelle quali l'analisi preventiva del rischio (*risk assessment*) e la sua gestione (*risk management*) avvengono secondo logiche che contemplan apertamente la possibilità della compressione di diritti fondamentali quali la salute, l'integrità fisica e la stessa vita come inevitabile conseguenza dell'adozione di decisioni funzionali a garantire il più soddisfacente livello possibile di realizzazione dei plurimi interessi reputati meritevoli di tutela¹⁷. Il legislatore, chiamato ad operare nel futuro scenario dominato dall'automazione della circolazione stradale, pertanto, verrà a trovarsi in condizioni non dissimili a quelle che caratterizzano altri contesti¹⁸ in cui si rende necessario effettuare scelte

¹⁶ G. CALABRESI, P. BOBBIT, *Tragic Choices (Fels Lectures on Public Policy Analysis)*, London, 1978; G. CALABRESI, P. BOBBIT, *Scelte tragiche*, C.M. MAZZONI, V. VARANO (a cura di), Milano, 1985; G. CALABRESI, P. BOBBIT, *Scelte tragiche*, C.M. MAZZONI, V. VARANO (a cura di), II ed. italiana V. GREMBI (a cura di) con *Premessa* di S. RODOTÀ, Milano, 2006.

¹⁷ G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics*, New Haven, 2016, in part. cap. I; U. BECK, *La società del rischio: verso una seconda modernità*, edizione italiana W. PRIVITERA (a cura di), Roma, 2000. Con specifico riferimento alle questioni poste dall'automobile a guida automatizzata F. COSTANTINI, P.L. MONTESSORO, *Il problema della sicurezza tra informatica e diritto: una prospettiva emergente delle "Smart Cars"*, in *Informatica e diritto*, 2016, 107, osservano che: «la sicurezza tecnologica non è certezza empirica, né verità metafisica, ma controllo del rischio»; e si aggiunge che «l'introduzione di sistemi basati su agenti artificiali apre nuovi scenari per i quali i modelli di valutazione del rischio devono essere profondamente rivisti».

¹⁸ In altri termini, si potrebbe affermare che la drastica riduzione del numero complessivo degli incidenti ottenuta mediante sistemi che al tempo stesso garantiscono un miglioramento complessivo dell'efficienza del trasporto possa trovare un ostacolo solamente laddove essa – all'esito di un accurato bilanciamento tra costi e benefici – non conduca ad un miglioramento dello *status quo*. A tale riguardo il *Report* pubblicato dalla *Ethics Commission on Automated and Connected Driving*, istituita dal *Federal Minister of Transport and Digital Infrastructure* tedesco, nel delineare le *Ethical rules for automated and connected vehicular traffic*, sottolinea la centralità del «*guiding principle of humanism*», che informa tutte le regole etiche predisposte. In termini più generali sullo sviluppo dell'intelligenza artificiale secondo modalità conformi a rigorosi canoni etici si veda il *Draft Ethics guidelines for trustworthy*, redatto dal gruppo di esperti della Commissione Europea sull'intelligenza artificiale, la cui versione finale è reperibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/draft-ethics-guidelines-trustworthy-ai>.

che comportano inevitabilmente l'assunzione di decisioni tese a privilegiare la soluzione funzionale a proteggere il maggior numero di persone, pur nella consapevolezza che essa comporterà necessariamente un sacrificio per un numero sensibilmente inferiore di altri individui che, nondimeno, subiranno danni significativi o fatali¹⁹.

5. Conclusioni

La graduale transizione verso sistemi di guida altamente automatizzati nei quali l'intervento umano risulterà via via sempre più marginale fino ad essere quasi totalmente escluso viene osservato a livello globale come un momento di svolta a seguito del quale dovrebbe verificarsi una razionalizzazione dell'intero sistema dei trasporti, un significativo incremento dell'inclusione sociale, una rilevante limitazione dell'impatto ambientale e, soprattutto, una drastica riduzione degli incidenti²⁰. La fiducia riposta dagli *stakeholders* riguardo alle profonde ed auspicabili trasformazioni che il diffondersi delle nuove tecnologie dovrebbe portare con sé è emblematicamente testimoniata dalla rilevanza degli investimenti di risorse e dalla

¹⁹ Sul punto C. LUETGE, *The German Ethics Code for Automated and Connected Driving*, in *Philosophy & Technology*, 2017; S. NYHOLM, J. SMIDS, *The Ethics of Accident-Algorithms for Self-Driving Cars: an Applied Trolley Problem?*, in *Ethic Theory Moral Prac.*, 2016, 19, 1275; F. COSTANTINI, P.L. MONTESSORO, *op.cit.*, 95 ss. Una lettura che si segnala per un profilo di sicura originalità (G. CONTISSA, F. LAGIOIA, G. SARTOR, *The Ethical Knob: ethically-customisable automated vehicles and the law*, in *Artificial Intelligence and Law*, 2017, 365) ha indicato un diverso approccio in ragione del quale le scelte etiche effettuate dal veicolo potrebbero essere impostate dall'utilizzatore. In questa particolare prospettiva il produttore si limiterebbe ad immettere sul mercato un veicolo capace di adottare una molteplicità di approcci differenziati, lasciando all'utilizzatore una gamma di scelte tra opzioni (altruistica, imparziale, egoistica) tutte ugualmente lecite.

²⁰ In questo senso si esprime il documento predisposto nel settembre 2016 dalla NHTSA intitolato *Federal Automated Vehicles Policy* (<https://www.transportation.gov/sites/dot.gov/files/docs/AV%20policy%20guidance%20PDF.pdf>); sul punto si veda anche la *Automated Driving Roadmap*, redatta dal *European Road Transport Research Advisory Council (ERTRAC) Working Group*, pubblicata il 29 maggio 2017, http://www.ertrac.org/uploads/images/ERTRAC_Automated_Driving_2017.pdf). Sul punto v. anche E. FRAEDRICH, S. BEIKER, B. LENZ, *Transition pathways to fully automated driving and its implications for the sociotechnical system of automobility*, in *Eur. J. Futures Res* (2015) 3: 11. <https://doi.org/10.1007/s40309-015-0067-8>.

crescente attenzione degli ordinamenti riguardo alla promozione di nuove forme di mobilità. Secondo queste previsioni, infatti, l'automatizzazione della guida consentirebbe di concepire il contemperamento tra esigenze fino ad ora tendenzialmente antagonistiche alla luce di una logica completamente nuova nella quale si realizzerebbe al tempo stesso un incremento della sicurezza e un miglioramento dell'efficienza economica, dando vita ad un nuovo paradigma della circolazione stradale e della mobilità²¹. Paradigma che, invero, necessita di un idoneo quadro legislativo entro il quale l'industria possa attuare un disegno di sviluppo sostenibile facendo affidamento su regole che consentano una pianificazione economica sotto il profilo dei costi scaturenti dalla commercializzazione di auto altamente automatizzate e della predisposizione di infrastrutture adeguate a queste ultime.

Pertanto, in conclusione, se da una parte appare opportuno promuovere lo sviluppo della nuova tecnologia anche mediante previsioni legislative ed interpretazioni giurisprudenziali che possano essere percepite come un incentivo per coloro che effettuano ingenti investimenti nella progettazione e nella commercializzazione delle *driverless cars*, risulta ineludibile, dall'altra, l'esigenza di predisporre adeguati strumenti di compensazione economica a favore di coloro che saranno esposti a rischi la cui portata non può essere compiutamente messa a fuoco in una fase di sperimentazione che appare destinata a protrarsi per un lasso di tempo significativo. Proprio in ragione di queste considerazioni sembrano da osservare con favore le letture interpretative che, in una prospettiva *de iure condendo*, suggeriscono l'adozione di un approccio caratterizzato da una particolare cautela e lumeggiano l'introduzione di strumenti idonei ad evitare che i costi dei futuri incidenti, ancorché cagionati da veicoli conformi agli standard legislativi, possano ricadere sui danneggiati, ai quali, invece, appare ragionevole garantire la piena compensazione dei pregiudizi subiti talvolta attraverso lo strumento della responsabilità civile, talvolta ricorrendo a quello dell'indennizzo con carattere latamente

²¹ Secondo lo studio *A common EU approach to liability rules and insurance for connected and autonomous vehicles European Added Value Assessment Accompanying the European Parliament's legislative own-initiative report*, cit. p. 9, il settore dei c.d. *connected and autonomous vehicles* dovrebbe costituire nel prossimo futuro uno dei più significativi comparti dell'economia dell'Unione Europea.

previdenziale e infine mediante l'operare sinergico dei due diversi strumenti indicati.

Il diritto regolatorio

SOMMARIO: 0. Lo spirito del diritto regolatorio. – 1. Le ragioni culturali all'origine della regolazione. – 2. Le ragioni istituzionali all'origine della regolazione. – 3. Una valutazione: i fini, i mezzi, i risultati.

0. *Lo spirito del diritto regolatorio*

A chi si chieda dello *spirito* del “diritto regolatorio” si potrebbe rispondere rovesciando quel che una volta disse Charlie Wilson, allora presidente della General Motors; secondo il quale: «What's good for General Motors is good for the country».

Se questa poteva essere l'opinione di un liberista, in prospettiva ordoliberal – e il sottofondo culturale dello Stato regolatore è certamente ordoliberal – è vero esattamente l'inverso: «What's good for the country is good for General Motors». Che, se si preferisce una traduzione non solo linguistica ma anche concettuale, può tradursi così: «quel che va bene per la comunità, va bene anche per l'impresa».

Questo infatti pare a me il senso del “diritto regolatorio” con il quale si cerca di indirizzare l'attività economica verso un risultato di utilità generale: *fornire alle imprese regole di comportamento che consentano la ricerca del profitto, ma compatibilmente con gli altri interessi presenti nella società*.

Mi rendo conto però che questa sua definizione al momento è muta: non la si comprende infatti se non si intende quale fosse il problema cui il ricorso alla regolazione voleva ovviare, e soprattutto se non si intende in qual modo esso abbia inteso risolverlo. Sono infatti queste le ragioni che danno senso alla definizione. Mi proverò dunque a spiegare, ripercorrendole.

Mi rendo conto poi che il fine del diritto regolatorio è ottimo, ma che questo non garantisce che i suoi strumenti abbiano saputo raggiungerlo. Come vedremo, il diritto regolatorio si caratterizza per i suoi strumenti. La domanda perciò è: funzionano? Colgono il risultato? I fatti, come la

crisi da cui faticiamo ad uscire, autorizzano il dubbio. Mi proverò dunque a valutare, esaminandoli.

Questo traccia la strada di queste pagine.

1. Le ragioni culturali all'origine della regolazione

Cominciamo allora dalle ragioni.

Alla formazione del diritto regolatorio hanno concorso ragioni culturali e ragioni istituzionali.

Le ragioni culturali si riallacciano al problema centrale della scienza economica in funzione normativa: come ottenere il massimo vantaggio con il minimo dispendio di risorse, e senza sacrificio di altri (il c.d. “ottimo paretiano”).

La risposta liberista è basata sull'assioma che il mercato¹ è fatto da operatori razionali² che inseguono il massimo profitto, che grazie alla

¹ A livello semantico il mercato rivela almeno quattro significati: mercato come luogo, come ideologia, come istituzione, come paradigma di azione sociale (M.R. FERRARESE, *Diritto e mercato. Il caso degli Stati Uniti*, Torino, 1992, 20 ss.). Ci si può perciò chiedere in quale accezione esso sia da intendere qui. Certo non nella prima accezione, la più antica: come luogo il mercato ha cessato da tempo di essere significativo. Né nella pur significativa l'accezione ideologica, in cui la nozione di mercato pressoché si confonde con quella, correlata, di capitalismo, dando luogo a giudizi contrastanti: positivi nella prospettiva liberale e liberista perché intrecciato alle libertà politiche (cfr. A.O. HIRSCHMANN, *Le passioni e gli interessi. Argomenti politici in favore del capitalismo prima del suo trionfo*, Milano, 1979; M. FRIEDMAN, *Efficienza economica e libertà*, Firenze, 1967), negativi nella sociale (oltre – ovviamente – la critica marxiana, v. A. TOENNIES, *Comunità e società*, Milano, 1979; R. TAWNEY, *Eguaglianza*, in *Opere*, Torino, 1975, 706 ss.; R. DAHL, *La democrazia economica*, Bologna, 1989; W. RÖPKE, *Democrazia ed economia. L'umanesimo liberale nella civitas humana*, Bologna, 2004; J.P. FITOUSSI, *La democrazia e il mercato*, Milano, 2004; L. BERTI, *Il mercato oltre le ideologie*, Milano, 2006; H.J. CHANG, *Cattivi samaritani. Il mito del libero mercato e l'economia mondiale*, Milano, 2007). Come istituzione poi il mercato rivela di assolvere anche ad una funzione di conformazione dei rapporti sociali che coinvolge valori non esclusivamente economici (A. SEN, *Etica ed economia*, Bari, 1988; nella letteratura italiana una incisiva visione critica in E. DICIOTTI, *Il mercato delle libertà*, Bologna, 2006; v. anche i saggi raccolti in *Mercato ed etica*, (a cura di P. D'Addino Serravalle), Napoli, 2009).

Sul mercato come paradigma di azione, che è la nozione cui si fa riferimento nel testo, v. L. VON MISES, *Human Action: a treatise on Economics*, San Francisco, 1996, 257 ss.: "The market is not a place, a thing, or a collective entity. The market is a process, actuated by the interplay of the actions of the various individuals cooperating under the division of labour. The forces determining the – continually changing – state of the market are the value judgements of these individuals and their actions are directed by these judgements".

Sul mercato come oggetto della regolazione v. B. TONOLETTI, *Il mercato come oggetto della regolazione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2014, II, 1 ss.

² È noto l'assunto fondante dell'economia neoclassica sulla piena razionalità dell'*homo oeconomicus*. Per un esame critico, da varie prospettive, della razionalità economica v. M. GODELIER, *Razionalità e irrazionalità in economia. Logica dialettica e teoria strutturale nell'analisi economica*, Milano, 1970; G.B. RICHARDSON, *La logica della scelta. Introduzione alla teoria economica*, Milano, 1968, 25-56; G. S. BECKER, *L'approccio economico al comportamento umano*, Bologna, 1998, *passim*, 447 ss.; A. SEN, *Razionalità e libertà*, Bologna, 2005; D. MCFADDEN, *Razionalità per economisti?*, in *Critica della ragione economica*, (a cura

loro razionalità esso fa il meglio da sé, anche per la società, e che basta lasciarlo fare perché raggiunga un equilibrio ottimale³: la responsabilità sociale del *Business* – è stato detto – è aumentare i profitti⁴. In questo quadro c'è ben scarso ruolo per il diritto, al massimo fornire gli strumenti basilari dello scambio (obbligazione, contratto, coercizione degli impegni); e nessun ruolo per un diritto della regolazione.

Ma a questa visione si sono sempre contrapposte opinioni divergenti: la Scuola storica di economia ha disatteso il postulato del profitto come fine esclusivo, la Scuola neoclassica ha riconosciuto che spesso solo lo Stato può assicurare le condizioni per un sistema di concorrenza perfetta⁵, la Scuola marxiana ha negato la tendenza del capitalismo all'equilibrio raccomandando la pianificazione, la scuola keynesiana ha sostenuto la necessità, per un livello ottimale, che lo Stato intervenga a

di M. Motterlini e M. Piattelli Palmarini), Milano, 2005, 25 ss. Gli studi sulla razionalità sono notoriamente sterminati anche a prescindere dal concetto di razionalità economica. Per una prospettiva sociologica C. A. MARLETTTI, *Razionalità e valori. Introduzione alle teorie dell'azione sociale*, Roma-Bari, 2006. Cfr. inoltre S. LATOUCHE, *La sfida di Minerva. Razionalità occidentale e ragione mediterranea*, Torino, 2007.

³ La teoria economica liberista dimostra che lo scambio è fonte di arricchimento. Già Adam Smith (*An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations* (1767-1773), London, 1892) teorizzò che non solo la produzione ma anche lo scambio produce ricchezza; per gli individui, e per le nazioni (la fortunata metafora della mano invisibile: in tema B. INGRAO, G. ISRAEL, *La mano invisibile. L'equilibrio economico nella storia della scienza*, Roma-Bari, 1999, *passim*; A. RONCAGLIA, *Il mito della mano invisibile*, Roma-Bari, 2005, *passim*.) Gli economisti “classici” l'hanno seguito. Ma è stato il marginalismo (fondamentali i contributi di L. WALRAS, *Elements d'économie politique pure ou théorie de la richesse sociale* (1874-77); C. MENGER, *Principi fondamentali di economia politica*, Bari, 1925, 131 ss., 214 ss.; e W.S. JEVONS, *Teoria dell'economia politica*, Torino, 1952, 57 ss., 80 ss.) a spostare definitivamente l'attenzione dalla ricchezza al *valore*: scambiando ciascuno perviene, conseguendo beni la cui utilità è per lui maggiore di quelli che cede, ad un incremento di valore, a parità di beni disponibili.

⁴ M. FRIEDMANN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *An Introduction to Business Ethics*, G.D. Chrissides, J.H. Keler (eds), London, 1993.

⁵ I. Musu, *Pensiero economico e diritto*, in *Economia per il diritto*, (a cura di P. Ciocca e I. Musu), Milano, 2006, 46 ss., 54-55.

sostegno della domanda, anche attraverso la diretta gestione dell'impresa.

La divergenza tra queste dottrine economiche investe soprattutto il ruolo dello Stato. Per il liberismo, come detto, solo fornitore degli strumenti di base. Anche garante delle dinamiche del mercato nella visione neoclassica. Attore interventista nelle visioni sociali. Il dibattito, risalente, è tuttora vivo e si acuisce a fronte delle ricorrenti crisi del capitalismo. Crisi che i neoliberisti attribuiscono all'insufficiente affidamento al mercato, capace di fallire ma anche di correggersi. Mentre gli oppositori vedono nelle crisi economiche, nelle crescenti disuguaglianze, nella catastrofe ecologica l'evidenza empirica del fatto che il mercato fallisce e non si autoregola⁶, e perciò richiede di essere in certi casi corretto, sia per assicurare profitti altrimenti mancanti, sia – e qui si avverte l'influsso culturale della *Public Interest Theory* nata in relazione alla crisi del '29 – per conseguire attraverso la regolazione il benessere della società nel suo complesso⁷.

Nonostante l'indirizzo neoliberista sia sempre molto forte, l'idea che lo Stato non possa affidare interamente al mercato lo sviluppo ha finito per diffondersi. Negli ultimi due decenni del secolo passato, constatati i fallimenti del mercato (monopoli, esternalità, asimmetrie, ecc.⁸), ma constatati anche i fallimenti della politica industriale dirigista⁹, nasce l'idea di tornare al mercato ma fornirlo di strumenti correttivi dei fallimenti. Strumenti giuridici. Strumenti però diversi dalla

⁶ Nella prospettiva della regolazione v. sul punto E. VITALE, *Mercati selvaggi e palingenesi 'benecomuniste'. Quale spazio per un liberalismo sociale?*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 1 ss.; nonché P. CIOCCA, *Come funziona e come non funziona una economia di mercato*, in *Economia per il diritto*, cit., 19 ss., 43.

⁷ Sulla regolazione come surrogato della concorrenza nell'ottica della *Public Interest Theory* v. T. FANELLI, *Politica industriale e regolazione*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 4.

⁸ Più accurata analisi in P. CIOCCA, *Come funziona e come non funziona una economia di mercato*, cit. 31 ss.; v. anche A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, in www.unipa.it, 199.

⁹ Per una critica sull'efficienza dell'intervento pubblico, M. FRIEDMANN, R. D. FRIEDMANN, *Liberi di scegliere* (1980), Milano, 2016. Nella prospettiva della regolazione v. sul punto E. VITALE, *op.cit.*, 3.

pianificazione e dall'intervento pubblico. Strumenti che senza coartare l'autonomia degli imprenditori, e quindi il libero mercato, li indirizzino verso i comportamenti individualmente e socialmente utili¹⁰.

È questa la visione dello *Stato regolatore*¹¹.

È regolatore uno stato che usa lo strumento giuridico per incentivare il libero mercato, invece che per limitarlo¹². Del resto in ogni visione lo strumento giuridico è un costituente ineliminabile del mercato¹³. Si tratta piuttosto di misura: quella minima della scuola austriaca¹⁴ (la garanzia delle obbligazioni assunte), quella media dell'economia neoclassica (la difesa della concorrenza)¹⁵, o quella massima dell'economia pianificata (i vincoli della politica industriale). La misura adottata da quello che dopo gli anni ottanta diventa noto come Stato regolatore è quantitativamente pervasiva (una sterminata produzione di regole) ma qualitativamente blanda (regole che non forzano ma mimano le dinamiche del mercato¹⁶).

È regolatore uno Stato che usa lo strumento giuridico in due modi e a due livelli.

Il livello della *regolamentazione*, trattati, regolamenti, direttive, leggi, in cui con norme imperative sono apprestati gli strumenti del mercato (proprietà, contratto, società, responsabilità per danni, concorrenza, tutele dei consumatori, dei lavoratori, dei subfornitori, limiti di ordine pubblico). È questo il diritto dell'economia.

¹⁰ Classica, sulla responsabilità sociale d'impresa l'opera di E.R. FREEMAN, *Strategic Management. A Stakeholders Approach*, Boston, 1984. Questa visione è recepita nel Libro Verde della Commissione Europea, *Promuovere un quadro europeo per la responsabilità sociale delle imprese*, Bruxelles, 2001, oggi riveduto dalla Comunicazione del 25 ottobre 2011, n. 681.

¹¹ Oltre la bibliografia citata nelle note di questo saggio v. per un quadro A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo Stato regolatore*, Bologna, 2000.

¹² P. CIOCCA, *Come funziona e come non funziona una economia di mercato*, cit., p. 39.

¹³ P. CIOCCA, *Come funziona e come non funziona una economia di mercato*, cit., 21, 25 ss.; I. MUSU, *Pensiero economico e diritto*, cit., 46.

¹⁴ I. MUSU, *Pensiero economico e diritto*, cit., 63.

¹⁵ I. MUSU, *Pensiero economico e diritto*, cit., 54.

¹⁶ Nella letteratura giuridica italiana recente v., tra altri, A. ZOPPINI, *Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 517 ss., 521.

Il livello della *regolazione*, indirizzi, schemi, standard, modelli, in cui con strumenti diversi dalle norme imperative sono sollecitati i comportamenti funzionali ad un corretto svolgimento delle dinamiche di mercato. È questo appunto il diritto regolatorio.

2. *Le ragioni istituzionali all'origine della regolazione*

Alla base della virata che ha condotto il nostro paese a ripudiare settanta anni di dirigismo ma non l'idea di un ruolo del diritto nel mercato non stanno però solo ragioni culturali. Vi sono anche ragioni storiche di carattere istituzionale.

È opinione pacifica che lo Stato regolatore sia altro tanto dallo Stato liberale quanto dallo Stato interventista¹⁷. Due modelli di Stato che da noi corrispondono a specifiche epoche storiche: rispettivamente quella dall'unità alla fine del secolo XIX, e poi quella successiva fino agli anni settanta del secolo XX¹⁸.

È bene ricordare che l'abbandono del modello dello Stato liberale (ma meglio si direbbe liberista) ebbe le sue prime manifestazioni già prima del primo conflitto mondiale (si pensi alle molte agenzie pubbliche al tempo costituite, soprattutto nel settore del lavoro e della previdenza) e ricevette molto alimento da questa con la legislazione speciale di guerra.

Negli anni trenta il concorso della crisi economica con la volontà politica del regime del tempo di impadronirsi delle leve dell'economia condusse all'attiva presenza dello Stato nell'economia (si pensi al sistema delle partecipazioni statali). E il ritorno alla democrazia non invertì ma accentuò la tendenza, consacrando costituzionalmente il principio dell'utilità sociale dell'iniziativa economica e gli strumenti

¹⁷ A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, cit., 191 ss. Sulla differenza dello Stato regolatore da altri modelli v. anche, tra altri, A. ZOPPINI, *Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)* cit., 520.

¹⁸ Questa partizione è di universale consenso. *Ex multis* M. CLARICH, *Editoriale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 1 ss., 3-4.

della programmazione e del trasferimento allo Stato delle imprese di interesse generale¹⁹.

Nella prospettiva italiana per una inversione di tendenza è stato determinante a partire dagli anni ottanta l'influsso comunitario. Che ha privilegiato il libero mercato²⁰, imposto la disciplina dei suoi settori²¹, dato un crisma costituzionale alla concorrenza, opposto stretti limiti alla politica industriale proibendo gli aiuti di Stato. Ed ha affidato a strumenti non politici ma normativi una *governance* del mercato che nel dirigismo era per lo più affidata a strumenti politici amministrativi.

Ma l'approccio comunitario pur imponendo il ritorno al mercato non ha rinnegato la dimensione sociale dell'economia. Ha anzi compiuto, inserendone la menzione nei trattati, una esplicita opzione per l'*economia sociale di mercato*. Ciò consente di rileggere in altra luce anche l'art. 41 Cost., restituendo al primo comma il valore di garanzia costituzionale del libero mercato, ma organizzato, come richiede il secondo comma, in modo da non pregiudicare gli interessi individuali e collettivi che concorrono con l'interesse dell'imprenditore al profitto.

Di qui la costruzione di un apparato di regole intese a conformare le attività dei privati (o degli enti pubblici operanti privatisticamente), per preservare la concorrenza, consentire la libera circolazione, prevenire esiti inefficienti, incentivare la produzione di valore per gli azionisti ma anche tutelare gli investitori, i consumatori, i lavoratori, i fornitori, il pubblico.

C'è però un ulteriore dato istituzionale di cui tener conto: la necessità di sottrarre la produzione di quell'apparato di regole alla politica. Di qui la diffusione delle 'autorità amministrative indipendenti'²². In cui è

¹⁹ Per un quadro, e per i riferimenti bibliografici, A. GENTILI, *L'iniziativa economica privata*, in *I rapporti economici nella Costituzione*, (a cura di M. Genghini, A. Gentili, M. Tamponi), Milano, 1989, 1 ss.

²⁰ A. ZOPPINI, *Diritto privato vs diritto amministrativo (ovvero alla ricerca dei confini tra Stato e mercato)* cit.

²¹ M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello?*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, I, 1.

²² Su cui M. D'ALBERTI, voce «*Autorità indipendenti (dir. amm.)*», in *Enc. giur.*, IV, Roma, 1995; *L'indipendenza delle autorità*, (a cura di F.A. Grassini), Bologna, 2001; *Le Autorità indipendenti e il buon funzionamento dei mercati*, (a cura di F. Kostoris Padoa Schioppa), Milano, 2002; M. CLARICH, *Autorità indipendenti:*

soprattutto l'indipendenza ad essere caratterizzante, perché esprime la volontà di non lasciare a questo o quell'indirizzo politico il governo delle dinamiche di mercato²³. Facile comprendere come queste entità proprio per tale loro caratteristica siano divenute i soggetti primariamente deputati alla regolazione.

L'indipendenza dal potere politico²⁴ spiega come questi organismi non siano pensati come autori di una qualche politica industriale. Le opzioni strategiche, il sostegno o il contrasto di imprese e programmi, appaiono fuori della portata delle agenzie pubbliche di regolazione, e comunque estranei al loro compito²⁵. All'estraneità delle autorità alla politica politicante concorre anche il superamento della dimensione nazionale innescato dalla loro organizzazione in rete e dal collegamento con enti omologhi istituiti nell'ambito dell'apparato dell'Unione europea²⁶. Del resto, la dimensione del mercato trascende da tempo l'ambito nazionale.

Opera di tale rete è se mai una politica del mercato. Le regole prodotte dalle autorità lo strutturano perché investono sia l'organizzazione dell'attività di impresa sia la conformazione degli atti

bilancio e prospettive di un modello, Bologna, 2005; G. NAPOLITANO, A. ZOPPINI, *Le autorità al tempo della crisi: per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati*, Bologna, 2009; nonché R. TITOMANLIO, *Riflessioni sul potere normativo delle autorità amministrative indipendenti fra legalità "sostanziale", legalità "procedurale" e funzione di regolazione*, in *Nomos*, 2017, 1 ss.

²³ Che la regolazione indipendente si contrapponga all'indirizzo politico è rilevato tra altri da M. CLARICH, *Editoriale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2014, II, 3.

²⁴ Nel senso (così A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, cit., 194) di "indipendenza dalla politica di partito".

²⁵ L. TORCHIA, *Editoriale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 1 ss. Sulla valutazione che del rapporto tra politica industriale e attività delle autorità ha dato la giurisprudenza costituzionale si diffonde E. BRUTI LIBERATI, *Politica di concorrenza e politica industriale tra unità e differenziazione*, *ivi*, 1 ss. Per una diversa opinione (anche le autorità conducono politica industriale) M. THATCHER, *From old to new industrial policy via economic regulation*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2014, II, 1 ss.

²⁶ L. AMMANNATI, *La governance dell'economia. Variazioni sul modello della rete*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, I, 2.

(bandi, regolamenti, contratti) da essa adottati²⁷. In tal modo l'autonomia dell'impresa subisce un processo di funzionalizzazione che ne fa strumento di costruzione di programmate strutture mercantili²⁸. All'interno delle quali, nello Stato regolatore, è costretta a muoversi anche la politica industriale²⁹: lo Stato regolatore non è in sé neutrale³⁰, ma sconta i limiti che gli impone la conformazione del mercato ad opera delle autorità.

In questa opera di creazione di una concreta intelaiatura del mercato, e in particolare dei singoli mercati (finanziario, dell'energia, delle telecomunicazioni, assicurativo, dei trasporti, ecc.) le autorità, nel disciplinare la concorrenza, le privatizzazioni, la libera circolazione dei prodotti e servizi, la forma e il contenuto degli atti, lo status dei soggetti, secondo principi di libertà, parità di trattamento, libero accesso, obblighi di prestazione, standard qualitativi, fanno uso sia di poteri di regolamentazione sia di poteri di regolazione: poteri entrambi normativi, ma non nello stesso senso e non egualmente vincolanti.

La regolamentazione fissa, *una tantum*, almeno fino a riforma, le regole astratte basilari. E quindi i principi che reggono l'insieme e le singole materie. Norme, come si usa dire, di *hard Law*.

La regolazione fissa con continuità³¹ di intervento le regole concrete di dettaglio. E nel determinarle opera per lo più attraverso il metodo della consultazione³², allo scopo sia di considerare tutti gli interessi coinvolti, sia di sollecitare l'adesione alle regole. Regole di *soft Law*.

²⁷ M. ANGELONE, *Diritto privato «regolatorio», conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle authorities*, in *Nuove autonomie*, 2017, 441 ss., 445.

²⁸ Su questa fenomenologia v. P. PERLINGIERI, «Controllo» e «conformazione» degli atti di autonomia negoziale, in *Rass. dir. civ.*, 2017, 214 ss.; V. RICCIUTO, *Nuove prospettive del diritto privato dell'economia*, in *Diritto dell'economia*, E. PICOZZA e V. RICCIUTO (a cura di), Torino, 2017, 336;

²⁹ Che non resta però priva di strumenti. Si pensi al largo ricorso alla c.d. *golden share* (su cui, nel rapporto con la regolazione v. L. TORCHIA, *Politica industriale e regolazione*, cit., 3).

³⁰ M. CLARICH, *Editoriale*, cit., 5.

³¹ A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, cit., 194.

³² A. LA SPINA, *Lo Stato regolatore*, cit., 195.

I poteri delle autorità indipendenti sono in sé certamente pubblicistici. Ma altrettanto certamente sono privatistici i loro contenuti³³. Di qui, in dottrina, la ricorrente domanda sulla natura del diritto regolatorio, se cioè esso sia di natura pubblicistica o privatistica. Domanda prevalentemente classificatoria che non ha molto senso per l'attività di enti pubblici che fanno leva sul consenso.

A questa domanda perciò volutamente qui non sarà prestata attenzione. Del resto, come insegnava Deng Xiaoping, non importa di che colore è il gatto, ma se prende il topo.

E di questo ora ci dobbiamo occupare.

3. Una valutazione: i fini, i mezzi, i risultati

Il diritto regolatorio funziona?

Come detto in apertura, il suo fine, dare una soluzione al problema dei fallimenti nella ricerca del profitto salvaguardando tutti gli interessi, è ottimo, ma questo non garantisce che con la regolazione esso sia raggiunto. Il problema è comunemente avvertito. Non a caso la validità dei sistemi nazionali regolatori è periodicamente valutata dall'OCSE al fine di migliorare i processi regolativi ed incrementarne l'efficacia ma non i costi³⁴.

Per una valutazione occorre preliminarmente guardare più a fondo gli scopi che esso si prefigge e gli strumenti di cui si serve.

4.1. Si può iniziare dai fini.

È sostanzialmente pacifico che il fine di qualsiasi attività economica sia la massimizzazione del profitto (se mai è controverso se questo sia sempre l'unico fine perseguito; ma di questo, qui, non è possibile occuparsi). Per conseguire profitto occorre che l'operatore compia scelte razionali. E qui cominciano i problemi: è postulato dell'economia

³³ Il concorso dei due profili è pacifico e visto come una caratteristica tipica del fenomeno della regolazione anche nell'opera ormai classica sul tema di B.M. MITNICK, *The Political Economy of Regulation*, New York, 1980, 1 ss.

³⁴ OCSE, *The OECD Report on Regulatory Reform*, Paris, 1997; v. inoltre OECD, *Regulatory Reform in Italy*, Paris, 2002.

neoclassica che l'*homo oeconomicus* debba essere razionale³⁵, ma che lo sia è smentito da evidenze empiriche e, oggi, dalla *Behavioral Economics*. Nei fatti la razionalità degli operatori è limitata³⁶. La limitano *bias* psicologici e costi di transazione. Che incidono anche sull'impresa, ma molto più intensamente sulle controparti dell'impresa. Non dimentichiamo che l'ultima crisi è scoppiata per gli eccessivi rischi in cui le imprese inducevano le controparti, alla fine ritortisi su loro stesse.

Di qui un primo obiettivo della regolazione: contribuire alla correttezza della scelta, anche dal lato dell'impresa ma soprattutto dal lato delle controparti dell'impresa, fornendo i presupposti per individuare l'opzione più soddisfacente per tutti.

È egualmente pacifico che un'impresa può essere egoisticamente capace di massimizzare il suo profitto ma perseguendolo a scapito di interessi altrui: esternalità negative. Le imprese tendono ad appropriarsi tutto il surplus di valore prodotto dallo scambio, e questo produce le inefficienze prima e le disuguaglianze poi che minano l'economia contemporanea. Il problema si esaspera nella grande impresa moderna, dove le decisioni risalgono ai manager che ne hanno il controllo, e che – a difesa dei propri interessi egoistici – possono agire senza assumersi

³⁵ Nel pensiero economico è diffusa l'idea (risalente soprattutto a M. FRIEDMAN, *The Methodology of Positive Economics*, in *Essays in Positive Economics*, Chicago, 1953, ora in *Metodo, consumo, moneta*, Bologna, 1996; su ciò F. GUALA, *Filosofia dell'economia. Modelli, causalità, previsione*, Bologna, 2006, 70 s.) che sebbene queste leggi, ed in specie quella della razionalità strategica per la massimizzazione del profitto, siano fittizie, comunque sono valide in quanto occorre studiare il ciclo economico come se così fosse, perché gli operatori sono indotti dalla concorrenza a comportarsi così, sicché solo a questa stregua è possibile, non già spiegare, ma predire il loro comportamento. Altri ha osservato che ciò che spinge ad agire in tal modo gli operatori sono le istituzioni esistenti. E potremo ora constatare che le istituzioni del diritto regolatorio intendono appunto spingere gli operatori verso scelte razionali

³⁶ Sulla razionalità limitata H.A. SIMON, *La ragione nelle vicende umane*, Bologna, 1984; Id. *Causalità, razionalità, organizzazione*, Bologna, 1985; J. ELSTER, *Ulisse e le sirene*, Bologna, 1983; AA. VV., *Behavioral Law and Economics*, ed. by C. Sunstein, Cambridge, 2007; cfr. inoltre M. EGIDI, *Dalla razionalità limitata all'economia comportamentale*, in *Le nuove economie. Dall'economia evolutiva a quella cognitiva: oltre i fallimenti dell'economia neoclassica*, Milano, 2005, 173 ss., spec.180 ss.

alcuna responsabilità verso gli *shareholders*, frammentati, e verso gli *stakeholders* (investitori, fornitori, lavoratori, consumatori, ma anche soggetti e comunità dell'area incisa dall'attività di impresa), deboli.

Di qui un secondo obiettivo della regolazione: contribuire alla correttezza della scelta sviandola da pratiche predatorie, ed indirizzandola alla responsabilità sociale³⁷ dell'impresa, sul presupposto che l'imprenditore che cura anche gli interessi degli *stakeholders* faccia meglio i propri.

Ovvio quale sia l'obiettivo di fondo: coniugare la ricerca del profitto d'impresa con il rispetto degli interessi individuali e collettivi concorrenti. In formula riassuntiva: realizzare una economia sociale di mercato. Che in termini spiccioli vuol dire farsi carico anche del bene degli altri.

4.2. Ma questi sono evidentemente gli stessi fini della regolamentazione. Non sono dunque i fini che distinguono il diritto regolatorio. Ciò che vale a distinguerlo sono gli strumenti: piuttosto che imporre, indicare i comportamenti virtuosi e suscitare consenso. Vediamoli da vicino.

In termini specifici gli strumenti prevalentemente utilizzati sono circolari, istruzioni, linee guida, direttive amministrative, orientamenti, raccomandazioni, codici di condotta, lettere al mercato, modelli, schemi di atti o contratti, buone pratiche, dichiarazioni di intenti, annunci³⁸. Si parla per questo di *soft Law*.

Questi strumenti si differenziano da quelli della regolamentazione per due caratteristiche.

Sono anch'essi strumenti normativi³⁹, perché forniscono norme di condotta; ma non vincolanti: la loro forza non dipende dalla coercibilità⁴⁰ ma dalla spontanea adesione⁴¹. Con l'avvertenza che si

³⁷ *La responsabilità sociale dell'impresa*, G. CONTE (a cura di), Bari, 2008.

³⁸ L'elenco ovviamente non è tassativo.

³⁹ B. BOSCHETTI, *Soft Law e normatività*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 5; M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 2.

⁴⁰ M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 3.

⁴¹ L. TORCHIA, *La regolazione del mercato dei contratti pubblici*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 1.

tratta di una adesione sollecitata: l'impresa platealmente inottemperante assume responsabilità⁴² e si troverà a doversi giustificare⁴³. Questi strumenti sono, come è stato detto nella prospettiva della *Behavioral Economics*, dei *nudges*⁴⁴, 'gomitatine' del regolatore che inducono il regolato a conformarsi.

Sono poi norme, a differenza di quelle della regolamentazione, di bassissimo livello di generalità ed astrattezza, ma anzi alquanto specifiche, fornite in grande abbondanza⁴⁵, e soggette a continui aggiustamenti (ri-regolazione). Sono, come rileva la sociologia della regolazione, giuridificazione eteronoma di quasi tutti gli spazi un tempo rimessi all'autonomia decisionale degli operatori⁴⁶. Il diritto regolatorio tende a costituire una fitta trama in cui c'è – o meglio dovrebbe esserci, che così sia è da vedere – poco spazio in cui resti da scegliere.

4.3. – L'analisi dei fini e dei mezzi rende possibile la valutazione.

Per la verità la dottrina l'ha già condotta. Scrive un Autore che «l'edificio dello Stato regolatore, costruito nell'ultimo quarto di secolo nel nostro Paese secondo modelli anglosassoni, sembra mostrare segni di cedimento»⁴⁷, anche se non è detto che sia giunto al tramonto⁴⁸. Una delle maggiori ragioni è che la crisi del 2008 da un lato ha dimostrato l'insufficienza della regolazione a prevenire gli effetti perversi di pratiche economiche dissennate, dall'altro ha come tutte le crisi riaperto allo Stato salvatore. Che le cose stiano così è evidente e polemizzare con i fatti sarebbe sciocco.

⁴² B. BOSCHETTI, *op. cit.*, 6.

⁴³ M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 5.

⁴⁴ A. SPINA, *Recensione a* Cass. R. Sunstein, Simpler, *The Future of Government*, New York, Simon and Schuster, 2013, 1-260. Sarah Conly, *Against Autonomy, Justifying Coercive Paternalism*, Cambridge, Cambridge University Press, 2013, 1-206, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2014, I, 2, 4.

⁴⁵ Si parla di *overregulation*: M. RAMAJOLI, *op. cit.*, 4.

⁴⁶ A. LA SPINA, *Lo stato regolatore*, cit., p. 192; più in generale *Juridification of Social Spheres*, (a cura di G. Teubner), Berlin-New York, 1987.

⁴⁷ M. CLARICH, *Populismo, sovranismo e Stato regolatore: verso il tramonto di un modello?*, cit., 1.

⁴⁸ M. CLARICH, *Editoriale*, cit., 5.

Ma queste critiche, giuste, non risolvono ancora il caso, ma solo spingono più indietro la domanda: è la regolazione o è *questa* regolazione che ha fallito e richiesto lo Stato salvatore?

La dottrina ha condotto anche questa analisi. A questa regolazione si rimproverano molte cose.

Per un verso che anch'essa fa politica industriale con i suoi campioni nazionali⁴⁹, che la tecnica del *nudge* è tanto libertaria quanto manipolatoria⁵⁰, che la regolazione onnipervasiva (*overregulation*) è troppo costosa e questo diminuisce la competitività delle imprese⁵¹. Come si vede censure simili a quelle che un tempo si facevano allo Stato interventista.

Per un altro verso che essa, strutturale e non strategica, non sa cogliere le vere necessità dei settori che regola, che valendosi del *soft Law* scivola in un eccesso di indulgenza che fa mancare l'ottemperanza, che la *overregulation* genera solo incoerenza, incertezza e quindi scarsa *compliance*. Come si vede censure simili a quelle che si facevano a quel poco di regolamentazione giuridica propria dello Stato liberale.

Se così è, lo Stato regolatore, che voleva prendere il meglio dai modelli precedenti, avrebbe finito per prendere il peggio dell'uno e dell'altro.

Penso che le critiche siano giuste ma non colgano il punto. Che a mio avviso è questo: il diritto regolatorio funzionerebbe se ottenesse non tanto una maggiore ma una *migliore compliance*. Cioè una *compliance* aderente allo *spirito* del vantaggio di tutti sul quale ho esordito, invece di una *compliance* aderente alla *lettera* di obblighi, schemi, modelli. A me pare che le imprese in buona misura ottemperino, ma formalisticamente, solo per non essere censurate, piuttosto che attivamente, per assicurare un risultato plurivantaggioso.

Se le cose stanno così bisogna chiedersi: perché?

La risposta è semplice: perché la ricerca egoistica del proprio profitto soprattutto in tempi di stagnazione è la via più semplice da seguire. L'assicuratore, il banchiere, l'industriale dell'energia,

⁴⁹ M. THATCHER, *op. cit.*, *passim*.

⁵⁰ M. CLARICH, *Editoriale*, cit., 4.

⁵¹ A. LA SPINA, *Stato regolatore*, cit., 196.

l'intermediario finanziario, il gestore di telefonia non sono seriamente interessati al vantaggio dell'utente, molto al proprio. E in tempi di profitti difficili la via di procurarseli a detrimento delle controparti è la più facile da seguire. La crisi non ha insegnato niente.

Per questo la regolazione fallisce. Non basta il buon esempio. Ci vuole una forte spinta per distogliere i manager che hanno il controllo dell'impresa dall'abuso per loro proficuo del potere di mercato. Altrimenti si limiteranno a seguire formalisticamente le regole ricevute solo per non incorrere in sanzioni. Le sanzioni, quando ci sono, e quando si riesce ad applicarle, fungono – come si suol dire – da bastone; ma manca la carota che farebbe desiderare alle imprese di produrre vantaggi anche per gli *stakeholders*.

C'è dunque un vizio nello strumento. È l'aver dimenticato che come tecnica di regolazione sociale il diritto, soprattutto regolatorio, è un *sistema di incentivi*. Invece il nostro diritto regolatorio fornisce il modello, lo schema, le istruzioni, le linee guida, le raccomandazioni sulla via ottimale (ottimale in un'ottica non egoistica) ma non fornisce, o non sufficientemente, incentivi e disincentivi. Soprattutto non rende conveniente agire per il vantaggio di tutti gli interessi concorrenti e non conveniente trascurarlo.

Faccio un esempio per non apparire astratto: c'è un'alluvione di diritto regolatorio affinché l'intermediario finanziario rispettando i doveri impostigli dalla legislazione adempia un *duty of care* dell'investitore, ma il risultato è mediocrissimo: investimenti improduttivi per i clienti *retail* e troppo rischiosi per i clienti qualificati. Perché? Perché gli intermediari aderiscono formalisticamente, sommergendo gli investitori di informazioni e di consulenze, ma non si fanno veramente carico di guidarli nella scelta dell'investimento appropriato. E non lo fanno, tra altre ragioni, perché le loro commissioni sono indifferenti a tutto ciò, e un adempimento solo formale basta ad esentarli da sanzioni. Basterebbe incentivarli proporzionando (oltre la remunerazione del servizio) le commissioni all'esito dell'investimento, per vederli seriamente interessati non solo al proprio ma all'altrui profitto. L'incentivo che stimolerebbe l'effettiva ottemperanza è disponibile, ma non viene usato

Il diritto regolatorio non fa questo: dimentica la funzione incentivante. Predica una dottrina per cui l'ottimo implica il vantaggio di tutti, ma non pratica i metodi che susciterebbero una reale adesione. E così lo spirito della regolazione non sfonda.

Certo, condurre gli uomini a non trattare gli altri come mezzo è difficile. Molte dottrine nella storia hanno predicato il dovere o l'utilità dell'attenzione agli altri: gli stoici, i kantiani, i più nobili utilitaristi, gli economisti neoclassici. Con molto successo di critica ma meno di pubblico.

Il legislatore di quella più diffusa tra il pubblico, Paolo di Tarso, uno di cui si possono dare anche negativi giudizi ma che del suo mestiere se ne intendeva, l'aveva insegnato, ma lo Stato regolatore non ne ha tenuto conto: la lettera uccide, lo spirito vivifica.

Alla radice delle problematiche relazioni tra mercato, impresa e tutele: il trattamento dell'esternalità

SOMMARIO: 1. Il tema delle esternalità e la visione esasperatamente “transazionale” del problema. – 2. La focalizzazione neoliberale sulle singole transazioni e i suoi negativi effetti. – 3. Le interrelazioni sociali come fonte di inefficienza e i tentativi di esorcismo. Le esternalità pecuniarie e le esternalità “Pareto irrilevanti”. – 4. Le esternalità – e tutte le interazioni sociali – come “semplici” problemi di misurazione e compensazione. – 5. Le preferenze *other regarding* e le “esternalità morali”. – 6. Conclusioni.

1. Il tema delle esternalità e la visione esasperatamente “transazionale” del problema

Queste brevi riflessioni vorrebbero ispirarsi all’insegnamento metodologico impartitoci, da ultimo anche qui, dal prof. Calabresi, che ho sempre considerato uno degli autori da cui maggiormente ho cercato di apprendere, e di cui ho sempre ammirato la capacità di analizzare la realtà per come è, in tutte le sue variegate sfaccettature, e non per come si vorrebbe che fosse, senza però mai rinunciare a confrontarla con propri ideali e valori.

È probabile che la mia visione della realtà sia in parte diversa da quella di Guido, così come è probabile che i miei ideali e valori non coincidano totalmente con i suoi. Questa non perfetta coincidenza forse emergerà anche da quello che dirò, ma ciò non credo tolga nulla al debito intellettuale che ritengo di avere nei suoi confronti.

Il suo pensiero, per come lo interpreto io, è un pensiero critico, che spinge l'utilizzazione del metodo economico applicato allo studio del diritto¹ verso le sue più estreme frontiere, una delle più importanti delle

¹ Mi riferisco ovviamente alla corrente di pensiero che va sotto il nome di analisi economica del diritto (che G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics: Essays in reform and recollection*, Yale, 2016, cap. I, distingue dal metodo c.d. del *law and economics*) e all'utilizzazione, anche da parte dei giuristi, dell'apparato concettuale dell'economia neoclassica (quella che altrove Calabresi chiama “*canonical Economic Theory*”, v. G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics: Comments and Reflections*, in 16(1) *Jerusalem Rev. Leg. Stud.*, 2017, 167-178. Si tratta, in ogni caso, di un fenomeno profondamente diverso, e molto più impegnativo, del generico

quali è rappresentata dal trattamento delle c.d. esternalità². Le esternalità sono al centro di tutti gli atti fondativi di questo movimento di pensiero³: e il tema delle esternalità domina di fatto anche il recente lavoro sul futuro del *law and economics*⁴.

Il tema delle esternalità evoca, come è noto, il problema del trattamento degli effetti che le azioni di uno o più soggetti producono su persone terze che subiscono tali effetti senza avervi acconsentito⁵. Quando questi effetti non si riflettono integralmente sul benessere di coloro che agiscono (cosa che può invece avvenire quando costoro

richiamo alla necessità di avere un'adeguata conoscenza della realtà dei fenomeni di cui si studia la disciplina (secondo il famoso monito recentemente ricordato da M. STELLA RICHTER JR, *Cesare Vivante e il "mito di fondazione" della scienza del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, 523 ss., in particolare n. 30, del padre del diritto commerciale italiano, Cesare Vivante, che certo non pensava alle raffinatezze matematiche dell'attuale teoria dell'equilibrio economico generale). Diverso anche dall'utilizzazione di altre prospettive economiche: keynesiane, marxiste, austriache, ecc., tutte ovviamente possibili in teoria, mentre di fatto direi che l'unica "*really existing*" analisi economica del diritto mi sembra quella che usa il metodo neoclassico.

² Un'altra frontiera è rappresentata a mio avviso dai problemi che pone l'incertezza assoluta, quella di cui parlava (oltre a F.H. KNIGHT, *Risk, uncertainty and profit*, New York, 1921; A. M. KELLEY, *Reprint of Economic Classics*, New York, 1964) soprattutto Keynes (J. M. KEYNES, *The general theory of employment, interest and money*, Londra, 1936), che rende i mercati inevitabilmente incompleti e contingente il loro equilibrio.

³ R. COASE, *The problem of social costs*, in 3 *J.L. Econ.*, 1960, 1; G. CALABRESI, *Some thoughts on risk distribution and the law of torts*, in 70(4) *Yale L.J.*, 499, 1961 (il tema dell'alternativa tra responsabilità per colpa e responsabilità oggettiva è in sostanza il tema dei limiti in cui il danneggiante deve sopportare, e così internalizzare, gli effetti negativi - le esternalità, appunto - della sua attività). V. anche P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*. Milano, 1961.

⁴ Cfr. G. CALABRESI, *The Future of Law and Economics*, cit.

⁵ Dal punto di vista del rapporto tra mercato e ideologia liberale il tema del consenso diventa l'aspetto fondamentale di tutto il discorso sulle esternalità. L'impostazione di Coase, letta in questa chiave (invece che in quella più classicamente economica della sensibilizzazione dei centri decisionali nei confronti dei costi delle decisioni che assumono) può essere interpretata come un modo per costruire un consenso implicito nei confronti di tutti gli effetti esterni che si producono in assenza di costi di transazione. In un mondo in cui si può contrattare senza costi o coloro che subiscono gli effetti di una azione sono disposti ad offrire all'agente un compenso per convincerlo a non compiere azioni ad essi sgradite, oppure è evidente che preferiscono subire questi effetti, e allora si potrebbe anche dire che in un certo senso vi hanno acconsentito.

devono ad es. pagare una tassa o risarcire gli altri per gli effetti dannosi delle loro azioni), il problema diventa, come è noto, drammatico, e può assumere dimensioni colossali, come sta notoriamente avvenendo con il fenomeno del surriscaldamento del pianeta.

L'impostazione di Coase, che, come tutti sanno, è uno dei capisaldi teorici dell'analisi economica del diritto, opera oggettivamente (al di là delle intenzioni soggettive dell'autore) nel senso di favorire una sostanziale sottovalutazione del problema delle esternalità. Il tranquillizzante meccanismo di soluzione indicato da Coase, e cioè la diretta contrattazione tra i soggetti interessati agli esiti della singola interazione, al di là del fatto che non ha alcuna possibilità di lineare funzionamento in quasi nessuna delle situazioni praticamente rilevanti⁶ (dall'ambiente⁷ alla finanza), finisce inevitabilmente per distrarre l'attenzione dal contesto sociale in cui la singola interazione ha luogo e dalle implicazioni sociali dell'interazione stessa. La "transazione" (per usare il termine oramai comunemente utilizzato nell'ambito dell'analisi economica del diritto e della nuova economia istituzionale) intesa, in senso estensivo, fino a coprire quasi ogni possibile interazione sociale, diventa, nel pensiero di Coase e dei suoi continuatori (specialmente in

⁶ Lo sottolineava già W. J. BAUMOL, *On taxation and the control of externalities*, in 62(3) *The American Economic Review*, 1972, 307.

⁷ La diretta contrattazione tra le parti non solo è una prospettiva nella maggior parte delle situazioni rilevanti impraticabile (come possono le persone interessate alle sorti del pianeta sedersi intorno ad un tavolo e contrattare con tutti coloro che causano l'aumento del riscaldamento globale?) ma è anche inimmaginabile per un'altra ragione. Anche ammesso, infatti, che gli inquinati potessero contrattare con gli inquinatori, e pagare loro la somma che questi avessero a richiedere per rinunciare al loro diritto di inquinare, ciò provocherebbe uno spostamento di ricchezza di dimensioni sconvolgenti, al punto da rendere difficile immaginare come potrebbe essere il mondo dopo un simile sconvolgimento. Il ben noto problema degli effetti allocativi degli spostamenti di ricchezza (c.d. *income* o *wealth effect*), forse esorcizzabile a livello di singole transazioni locali (sul controverso tema della c.d. invarianza, v. già G. CALABRESI, *The Decision for Accident: An Approach to Non fault Allocation of Costs*, in 78 *Harvard Law Review*, 1965, 713, 730, n. 28 e *passim*) sarebbe nel caso, appena ipotizzato, di una transazione globale sul diritto di inquinare, assimilabile ad un cataclisma come l'abolizione della schiavitù, un tipo di evento che lo stesso Coase cita come esempio di caso in cui un cambio nell'assegnazione dei diritti potrebbe comportare dei cambiamenti nella domanda e quindi infine una differenza nell'allocazione (cfr. R. COASE, *The firm, the market, and the law*, Chicago, 2012, 174).

Williamson⁸) e, più in generale, in tutto il pensiero neoliberale, la cellula elementare su cui l'osservatore è invitato a focalizzare la sua attenzione, a discapito di ogni visione che tenga conto dell'organismo complessivo in cui le cellule (le singole transazioni) si sviluppano.

Come ho detto più diffusamente altrove⁹, questo procedere per astrazioni, questa tendenza ad astrarre (nel senso di “separare”) i singoli elementi dalla totalità di cui sono parte (in sostanza, dal loro contesto sociale complessivo¹⁰) è diventata un tratto caratterizzante di quello che chiamo lo stile giuridico neoliberale, lo stile che ha dominato il pensiero giuridico negli ultimi decenni, e che è stato largamente ispirato dall'analisi economica del diritto e dalla nuova economia istituzionale.

Questo è secondo me un punto importante e prima di tornare al tema teorico generale delle esternalità, vorrei brevemente illustrare le negative implicazioni dell'impostazione cui ho appena accennato (focalizzazione sulle singole transazioni) e il (negativo) contributo che questa impostazione ha dato alla incomprensione dei fattori che hanno determinato la grande crisi finanziaria del 2007-2008 (e che sono tuttora operativi).

2. *La focalizzazione neoliberale sulle singole transazioni e i suoi negativi effetti*

Secondo me alla radice della crisi sta una profonda incomprensione del tema delle esternalità, che è conseguenza di un eccesso di attenzione

⁸ O.E. WILLIAMSON, *Transaction-cost economics: the governance of contractual relations*, in 22(2) *J.L. & Econ.*, 1979, 233; O. E. WILLIAMSON, *The economics of organization: The transaction cost approach*, in 87(3) *Am. J. Soc.*, 1981, 548; O. E. WILLIAMSON, *Transaction cost economics*, in R. SCHMALENSSE, R. WILLIG (ed.), *Handbook of industrial organization*, vol. 1, 1989, 135.

⁹ 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, vol. 2; ID., nell'introduzione (*Lo stile giuridico neoliberale*) e nelle conclusioni (*Conclusioni: lo stile giuridico neoliberale e il suo superamento*), raccolte nel volume *Esiste uno “stile giuridico” neoliberale?*, *Atti dei seminari per Francesco Denozza*, in R. SACCHI e A. TOFFOLETTO (a cura di), Milano, 2019.

¹⁰ Come notano A. VENTURA, C. CAFIERO, M. MONTIBELLER, *Pareto efficiency, the Coase theorem, and externalities: A critical view*, in 50(3) *J. Econ. Issues*, 2016, 872, 885 «In substance, by treating it as a two-party bargaining problem, the question of a social cost is deprived of its very nature because, in the conditions described by the Coase theorem, no “social” issue would truly be at stake».

sulle conseguenze immediate che ciascuna transazione può avere sui soggetti immediatamente coinvolti, a scapito di un'adeguata osservazione che l'insieme delle transazioni considerate può avere sul sistema nel suo complesso.

La diffusione di questo atteggiamento è particolarmente evidente nel diritto antitrust, dove è stata espressamente teorizzata la necessità di abbandonare il riferimento al funzionamento del mercato nel suo complesso, che era tradizionalmente al centro delle preoccupazioni degli studiosi della concorrenza, e di sostituirlo con l'analisi dei presumibili effetti che le singole pratiche delle imprese possono avere nell'immediato su quello che è stato chiamato il “*consumer welfare*”¹¹. La tesi che collegava la struttura del mercato alla condotta delle imprese e alla *performance* complessiva del sistema venne ridicolizzata, e le pratiche anticoncorrenziali analizzate in maniera isolata e spezzettata¹², come singole “transazioni” immaginate aver luogo in un vuoto in cui tutti i consumatori hanno gli stessi interessi (supposizione irrealistica, ma necessaria per dare legittimazione alla nozione di *consumer welfare* altrimenti indeterminata) e tutto il resto è immaginato come concorrenziale (a cominciare dal mercato del credito, supposto in grado di fornire anche alle imprese più piccole, ma promettenti, le risorse per superare qualsiasi barriera all'ingresso).

Tra le più evidenti conseguenze di questa impostazione, che ha comportato sostanziale evirazione del diritto antitrust, oltre alla crescita delle disuguaglianze conseguenti ai guadagni monopolistici realizzati dalle imprese, va segnalata la creazione di quelle imprese c.d. *too big to fail*, la cui importanza negativa è stata ampiamente rivelata dalla crisi finanziaria.

¹¹ Per una critica delle teorie *antitrust* dominanti negli ultimi decenni v. F. DENOZZA, *The future of antitrust: concern for the real interests at stake, or etiquette for oligopolists?*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale, Rivista telematica*, 2017, ed ivi altre citazioni.

¹² Come J. S. BAIN, *Structure versus Conduct as Indicators of Market Performance: the Chicago School Attempts revisited*, in 18 *Antitrust L.J.*, 1986, 18: «Briefly, this Chicago school attacks, rejects, or simply neglects the relationship of market structure to market performance. As an alternate, it has periodically emphasized market conduct as the true determinant of performance and shies away from suggesting any general explanation of such performance, thus leaning toward particularization as an alternative to generalization».

Forse l'abbaglio più rilevante è però avvenuto nell'ambito degli studi sulla società per azioni.

Qui gli studiosi, affascinati dall'*agency theory*, che spiega l'intera struttura della *corporation* partendo dall'analisi della transazione tra investitori massimizzanti e agenti potenzialmente opportunistici¹³, non si sono accorti che i soggetti massimizzatori avevano progressivamente mutato pelle, e non erano più le famiglie, preoccupate di massimizzare quel tanto necessario a proteggere i loro risparmi, ma erano diventati gli investitori istituzionali¹⁴, intermediari professionali in concorrenza tra loro, e, come tali, massimizzatori non più opzionali, ma compulsivi, costretti dalla concorrenza a perseguire i rendimenti più elevati possibile, e, comunque, più elevati di quelli percepiti dagli altri operatori concorrenti. Con tutte le devastanti conseguenze che ciò ha comportato¹⁵.

Ai seguaci dell'*agency theory* è in sostanza sfuggito l'effetto esterno che il contratto tra investitori e gestori andava producendo in termini di *herding behavior* dei *managers*, di *short-termism* degli investitori e, in definitiva, di generale, anomala, propensione al rischio.

¹³ A. A. ALCHIAN, H. DEMSETZ, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, in 62(5) *Am. Econ. Rev.*, 1972, 777; M. C. JENSEN, W. H. MECKLING, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in 3(4) *J. Financ. Econ.*, 1976, 305; F. H. EASTERBROOK, D. R. FISCHER, *The Corporate Contract*, in 89 *Columbia L. Rev.*, 1989, 1416; K. J. ARROW, *The Economics of Agency*, in J. W. PRATT, R. ZECKHAUSER (eds.), *Principals and Agents, the Structure of Business*, Cambridge, 1985, 37; E. FAMA, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *J. Pol. Econ.* 1980, 288; E. FAMA, M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, *J.L. & Econ.*, 1983, 301.

¹⁴ Sulla enorme crescita della quota di azioni in circolazione posseduta da investitori istituzionali, v. A. R. ADMATI *A Skeptical View of Financialized Corporate Governance*, in 31 *J. Econ. Perspec.*, 2017, 131; A. J. DAVIS, *A Requiem for the Retail Investor?*, in 95(4) *Va. L. Rev.*, 2009, 1105; D.C. LANGEVOORT, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, in 95(4) *Va. L. Rev.*, 2009, 1025; *Shareholder Activism, Engagement and Proxy Fights - The 35th Annual Federal Securities Institute Miami*, Florida, Feb. 2017, disponibile a <https://tinyurl.com/y9yuwt6s> (last visited 25 November 2017); J. FICHTNER, *The Rise of Institutional Investors*, in P. MADER, D. MERTENS, N. VAN DER ZWAN (eds.), *International Handbook of Financialization*, Londra, 2019.

¹⁵ F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, *Italian L.J.*, 2017, 511.

Il fatto è che l'*agency theory* continua a vedere sempre la stessa transazione massimizzante, astratta dalla totalità, senza accorgersi che il c.d. appetito per il rischio non è un fenomeno psicologico, e ancor meno culinario, ma è la naturale conseguenza del fatto che il cambiamento della natura di almeno una delle due parti, ha modificato profondamente il senso e gli effetti sociali di quella che sembra sempre la stessa transazione.

Altro esempio altrettanto direttamente connesso alla crisi è quello dei derivati. Abbagliati dall'idea della maggiore efficienza di mercati in grado di dare prezzo a (quasi) qualsiasi rischio, gli studiosi dei mercati finanziari hanno ignorato una banale esternalità, e cioè il fatto che un ente pieno di derivati è, sul mercato creditizio, l'equivalente di quello che in altra realtà è un kamikaze pieno di esplosivo, da cui si può certo tentare di stare lontani, ma che sicuramente rende la vita di tutti molto più pericolosa¹⁶. Con gli effetti che si sono visti, non ultimo il fatto, potenzialmente tragico, per cui nel settembre del 2008 le banche non si facevano più credito tra loro.

L'elenco potrebbe continuare ma credo di avere esemplificato a sufficienza le implicazioni della mia critica alle impostazioni neoliberali che focalizzano l'attenzione sulle singole transazioni e dimenticano le esternalità, per così dire, sistemiche che molte delle transazioni considerate possono avere.

3. Le interrelazioni sociali come fonte di inefficienza e i tentativi di esorcismo. Le esternalità pecuniarie e le esternalità "Pareto irrilevanti"

Tornando al tema generale dell'esternalità, la sua rilevanza non stupisce. Quello che gli economisti chiamano esternalità è nient'altro che la manifestazione del legame sociale che unisce tutte le persone che vivono in società. L'esternalità è semplicemente l'espressione del fatto naturale per cui se si vive in società le azioni di *ego* incidono inevitabilmente sul benessere di *alter*.

¹⁶ F. DENOZZA, *La funzione dei derivati nel mercato: tra disciplina del contratto e disciplina dell'impresa*, in A. GUACCERO, M. MAUGERI (a cura di), *Crisi finanziaria e risposte normative: verso un nuovo diritto dell'economia*, Milano, 2011, 147.

Si tratta perciò di una questione che nella sostanza è sorta ben prima che il termine esternalità cominciasse ad essere usato¹⁷ e che al fondo evoca il più generale problema della possibilità di definire sfere di libertà individuale in cui il soggetto possa agire senza interferenze esterne, e senza doversi preoccupare delle conseguenze delle sue decisioni sul benessere altrui¹⁸.

La naturale interconnessione delle relazioni sociali diventa però, per molti aderenti al pensiero economico dominante (e per molti filosofi libertari), un problema ancora più grave per almeno due ragioni. La prima è che se si concepisce come obiettivo supremo la massimizzazione del benessere, e se si concepisce il benessere come massima possibile soddisfazione delle preferenze individuali, la mancata soddisfazione di una qualsiasi preferenza figura come un allontanamento dall'obiettivo, e nessun legittimo criterio può consentire di escludere dal calcolo l'una o l'altra preferenza, per immorale o frivola che sia¹⁹ (è evidente che se il benessere viene

¹⁷ Nel classico lavoro di A. PIGOU, *The Economics of Welfare*, Londra, 1920, il termine non è utilizzato e si parla di «incidental services...performed to third parties...», (160) e di «incidental disservices» (161).

¹⁸ Ripercorrere qui la storia del problema non è ovviamente possibile. Possiamo ricordare, a testimonianza della sua difficoltà, il ricorrente dibattito su uno dei più famosi tra i vari criteri proposti, quello notissimo proposto da J. S. MILL, *On Liberty*, IV ed., 1869, Londra, secondo cui «The sole end for which mankind are warranted, individually or collectively, in interfering with the liberty of action of any of their number is self-protection. That the only purpose for which power can be rightfully exercised over any member of a civilized community, against his will, is to prevent harm to others». Il criterio, rievocato, nell'ambito del dibattito svoltosi, su *The Future* specialmente da G. TUZET, *Calabresi and Mill: Bilateralism, Moral Externalities and Value Pluralism*, in 19(3) *Global Jurist*, 2019, che all'apparenza sembra semplice e di buon senso, dà in realtà origine ad una serie di problemi applicativi di grande portata e di difficile soluzione (a cominciare da quello trattato - in modo a mio avviso per nulla soddisfacente - dallo stesso Mill, del commercio ed uso di alcol o di droghe), su cui v. la rassegna di P. MAVROKONSTANTIS, *A Critical Evaluation of Mill's Proposed Limits on Legitimate Interference with the Individual*, in 8 *Law & Soc'y J. UCSB*, 2009, 87.

¹⁹ Giustamente (dal suo punto di vista) R. POSNER, *Gay Marriage - The law and economics of gay marriage*, G. BECKER-R. POSNER *Uncommon sense*, 2005, The University of Chicago Press, 17, osserva che «Mill famously argued in *On Liberty* that an individual has no valid interest in the activities of other people that don't affect him except psychologically. ... But that is not a good economic argument because there is no difference from an economic standpoint between physical and emotional

definito non come la soddisfazione di tutte le preferenze, ma come la soddisfazione delle sole preferenze accettabili, la massimizzazione perde la sua centralità, a beneficio della questione relativa al processo con cui si possa decidere sull'accettabilità dell'una o dell'altra preferenza, con il rischio, per di più, che in questo processo si decida anche che la preferenza per la massimizzazione non è una preferenza accettabile!).

La seconda ragione di difficoltà è connessa alla concezione, condivisa da molti di questi autori, della società come un aggregato di individui indipendenti, che entrano in relazione gli uni con gli altri solo volontariamente, e (quindi) solo quando ritengono conveniente farlo.

E' evidente che una simile visione di generalizzata autonomia, e di esasperata volontarietà di tutte le interazioni sociali, non è in grado di reggere al riconoscimento del fatto che ogni azione di ogni individuo appartenente ad una certa società ha comunque effetti sulla vita di altri individui appartenenti alla stessa società, anche contro la volontà di questi altri, e magari addirittura al di là della volontà dello stesso agente. Se si opera questo riconoscimento, si è immediatamente costretti a pensare la società non come una sorta di campo dove interagiscono individui indipendenti con una loro precisa e formata identità, ma come il luogo dove i soggetti si danno regole di convivenza che cercano continuamente di migliorare e che in questo processo ridefiniscono continuamente le loro preferenze e le loro identità.

Per evitare questo risultato, gli studiosi che lo considerano increscioso ricorrono in genere ad uno spostamento dei termini del problema. Il tema viene, infatti, affrontato usando invece delle categorie, morali, dell'accettabilità o inaccettabilità delle preferenze (e delle esternalità che le disturbano), le categorie, economiche, dell'efficienza e dell'inefficienza, il che crea i presupposti per trasformare gran parte di quello che, come ho detto, è un normale problema di convivenza sociale, in un fenomeno potenzialmente patologico da affrontare e curare come tale²⁰.

Ho sempre trovato sbalorditivo l'atteggiamento ben sintetizzato molti anni fa da Steven Cheung quando osservava (senza rendersi

harm; either one lowers the utility of the harmed person».

²⁰ «Neo-liberalism treats the social as an inefficiency, to be rendered transparent and explicit through property rights» Così W. DAVIES, *The Politics of Externalities: Neo-liberalism, Rising Powers and Property Rights*, 2010, 11.

peraltro conto di quanto l'affermazione sia paradossale) che «it is almost impossible to envisage inefficiency in a one-man economy»²¹. L'idea credo sia quella per cui in un sistema economico popolato da un solo individuo (la "società", se così si può dire, di Robinson Crusoe) le altrui interferenze sono escluse per definizione, e il benessere dell'individuo dipende esclusivamente (da fatti naturali e) dalle sue scelte in ordine al modo migliore di impiegare le sue risorse. Posto che non si tratti di un folle, le sue scelte rifletteranno esclusivamente le sue preferenze, non vi sarà alcuna interferenza dall'esterno (se non ovviamente quelle dovute ad eventi naturali) ed ecco allora che l'efficienza, intesa come massima soddisfazione delle preferenze nelle condizioni naturali date, sarà assolutamente garantita (almeno sino all'arrivo di Venerdì, che in questa visione diventa una fonte, come si è appena detto, di potenziali inefficienze, invece che di potenziale collaborazione).

L'affermazione di Cheung è secondo me, come dicevo, paradossale, perché il ragionamento che la sostiene, portato alle estreme conseguenze, potrebbe implicare la superiorità di un sistema economico unipersonale, privo, come abbiamo appena visto, di inefficienze, rispetto al sistema economico di una società complessa, caratterizzato invece da continue occasioni di interferenza e perciò di potenziale inefficienza.

Poiché è invece evidente a chiunque che gli uomini vivono meglio in società che isolati, il paradosso dell'argomento conferma a mio avviso l'assurdità dell'idea di poter comprendere e affrontare i problemi di una società complessa, partendo dall'analisi di situazioni fantasiose e non riproducibili nella realtà. Realtà nella quale occorre invece fare i conti con il fatto che quasi ogni atto che un individuo abbia a compiere (in una moderna società) produce effetti sulla soddisfazione delle preferenze di altri individui, e quindi sul loro benessere. Effetti che non sono solo e necessariamente di natura pratica, e che possono spesso incidere sul benessere psichico invece che su quello materiale, e per di più sul benessere non solo dei soggetti che direttamente subiscono l'azione, ma anche di quelli semplicemente rammaricati o rallegrati dal fatto che la società in cui vivono consenta certi atti.

²¹ S.N. CHEUNG, *The myth of social cost*, Cato Institute, 1978, 24.

E' evidente che in una situazione come questa, la decisione sul modo in cui trattare questi effetti diventa una delle più importanti tra tutte quelle che la società nel suo complesso deve prendere, poiché da questa decisione dipende, da una parte, la libertà di ciascuno di non doversi sempre preoccupare di tutte le possibili conseguenze delle sue azioni, e, dall'altra, la possibilità di assicurare che la vita sociale sia comunque sopportabile, nonostante la necessità di sopportare azioni altrui dannose o sgradite.

Un ovvio modo di ridimensionare il problema è quello di trovare convincenti criteri che possano limitare il novero degli effetti socialmente rilevanti, e affermare l'irrilevanza degli altri, destinati, in conseguenza, ad essere sopportati da coloro che li subiscono.

E' qui che l'inquadramento nella categoria dell'efficienza può dare i migliori risultati. Il riferimento all'efficienza consente anzitutto di accreditare una distinzione molto utilizzata dagli economisti, che è quella tra le esternalità c.d. pecuniarie e quelle c.d. non pecuniarie o tecnologiche²². Le esternalità pecuniarie rimandano ai casi in cui gli effetti che un soggetto subisce in conseguenza delle scelte compiute da altri sono mediate dal meccanismo dei prezzi (ad es., un'impresa abbassa i suoi prezzi e ciò si riflette sulle vendite, e perciò sul benessere, di un'impresa concorrente). Se il sistema dei prezzi funziona correttamente, le scelte che provocano esternalità pecuniarie non hanno effetti negativi sul benessere complessivo (nell'esempio fatto pocanzi, la perdita di benessere subita dall'impresa concorrente è più che compensata dall'aumento di benessere sperimentato dai consumatori clienti dell'impresa che ha abbassato i suoi prezzi). Esse sono perciò considerate irrilevanti e ignorate.

Così facendo viene però occultato il fatto che le scelte di mercato di alcuni influenzano le opportunità a disposizione degli altri. Fatto peraltro evidente, se si considera che i prezzi ai quali il mercato di volta in volta equilibra sono il risultato delle scelte di tutti gli operatori e ciascuno (volente o non volente) contribuisce per la sua parte (di più se è ricco, di meno se è povero) a determinare il prezzo che tutti dovranno subire. Per limitarci al fenomeno più facile da cogliere, è evidente che il fatto che i miei gusti siano o non siano condivisi da altri consumatori

²² V., ad es., E.J. MISHAN, *The Postwar Literature on Externalities: An Interpretative Essay*, in *9 J. Econ. Lit.*, 1971, 1.

incide sulla domanda del bene che mi interessa e sul suo prezzo, in un senso che può essere per me casualmente (a seconda delle circostanze) negativo (facendo crescere il prezzo sia in caso di domanda eccessiva, che fa aumentare il prezzo, sia in caso di domanda insufficiente, che impedisce economie di scala) o positivo (i reciproci dei fenomeni indicati)²³. In realtà è evidente che in qualsiasi mercato, concorrenziale o non concorrenziale, la posizione di ciascuno (la possibilità di compiere certe azioni e di soddisfare i propri bisogni) è strettamente dipendente dai gusti, dalle scelte e dai comportamenti di tutti gli altri²⁴.

La categoria delle esternalità di cui ci si deve preoccupare si riduce ulteriormente se si accetta l'ulteriore distinzione tra esternalità Pareto – irrilevanti e esternalità Pareto rilevanti²⁵. Una esternalità appartiene a quest'ultima categoria quando è possibile modificare l'attività che crea l'esternalità in maniera tale che il benessere del soggetto A che la subisce può essere accresciuto senza che quello del soggetto B, autore dell'attività, venga diminuito²⁶. Il che può tipicamente accadere quando

²³ Come è stato polemicamente osservato: «... why should only non pecuniary externalities be of moral concern? For pecuniary externalities can totally transform people's lives.» Così D. HAUSMAN, *When Jack and Jill Make a Deal*, 9 *Soc. Phil. & Pol'y*, 1992, 95. V. anche R. CLAASSEN, *Externalities as a basis for regulation: a philosophical view*, in 12(3) *J. Inst. Econ.*, 2016, 541-563. Lo stesso R. POSNER, *Overcoming Law*, Cambridge, 1996, 24, nota l'arbitrarietà dell'esclusione dalla nozione di danno delle esternalità pecuniarie e mentali (quelle che derivano da invidia, antipatia, ecc.). V. anche 305, dove viene giustamente notato che «Each of us is harmed every day by the actions of unknown others and harms unknown others by our own actions, if only through the operation of competition in economic and other marketplaces». Mi sono occupato della questione più diffusamente in F. DENOZZA (2013), *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di "parte debole"*, *Orizzonti del diritto commerciale*, Rivista telematica, 2013, fasc. 3. Da un punto di vista filosofico v. l'ottimo lavoro di S. OLSARETTI, *Liberty, Desert and the Market: A philosophical study*, Cambridge, 2004.

²⁴ Alcuni, v. ad es. R. NOZICK, *Anarchy, state, and utopia* (Vol. 5038), New York, 1974, 262, riconoscono che le azioni che alcuni scelgono di compiere (in particolare sul mercato) possono ridurre le opzioni a disposizione di altri, ma negano che vi sia una riduzione di libertà quando la possibilità di scegliere le azioni in questione rientra nell'ambito dei diritti spettanti ai primi. Per un esame critico di questa posizione, G. A. COHEN, *Self-ownership, freedom, and equality*, Cambridge, 1995, 34 ss.

²⁵ J. BUCHANAN, C. W. STUBBLEBINE, *Externality*, in 29 *Economica*, 1962, 371.

²⁶ «An externality is defined to be Pareto-relevant when the extent_{SEP} of the activity may be modified in such a way that the externally affected party, A, can be made better off without the acting party, B, being made worse off» (J. BUCHANAN, C.W.

il secondo (B) viene indotto a diminuire l'attività che crea l'esternalità (cosa che normalmente diminuisce il suo benessere) e viene però compensato per questo sacrificio. Se questo è il caso canonico di riduzione delle esternalità, è evidente che uno scambio tra A e B (autore e vittima dell'esternalità) sembra a sua volta lo strumento più adatto allo scopo²⁷.

La soluzione persegue l'ottimalità Paretiana nel ben noto senso di situazione che non può essere migliorata senza scontentare qualcuno, e su questa base dichiara intoccabili, in quanto non migliorabili, tutte le situazioni da cui non si può uscire senza scontentare l'autore dell'esternalità. In realtà, tenendo conto dell'insegnamento di Coase, lo stesso risultato allocativamente ottimale potrebbe essere raggiunto lasciando B (l'autore dell'esternalità) libero di proseguire nella sua attività e obbligandolo però a compensare A (colui che l'esternalità la subisce), cosa che per B non sarebbe piacevole, ma sarebbe comunque razionale fare, visto che per definizione lo svolgimento dell'attività produce più benessere per lui di quanto ne sottragga ad A (se così non fosse, sarebbe A a trovare razionale il fatto di offrirsi di compensare B per indurlo a smettere). Il benessere totale resterebbe identico, ma sarebbe distribuito diversamente.

La possibilità di questa diversa prospettiva, e più in generale la considerazione del profilo distributivo di queste vicende, induce a dubitare fortemente che in questo modo (attraverso il riferimento a Pareto) si sia scoperta una categoria di esternalità effettivamente "irrelevanti".

Il risultato che si produce in conseguenza di questo giudizio di irrilevanza è infatti quello di stabilizzare la realtà in favore di coloro che svolgono attività che provocano esternalità e che per diminuire o smettere chiedono un compenso che coloro che subiscono l'esternalità non sono disposti a pagare. Ai primi sarà riconosciuto il diritto di continuare a svolgere la loro attività, mentre i secondi dovranno continuare a subire.

A parte che non si vede perché la situazione dovrebbe essere "irrelevante", e non si dovrebbe poter invece discutere della possibilità

STUBBLEBINE, *op. cit.*, 374).

²⁷ «That is to say, "gains from trade" characterise the Pareto - relevant externality, trade that takes the form of some change in the activity of B as his part of the bargain» (J. BUCHANAN, C.W. STUBBLEBINE, *op. cit.*).

di perseguire (come prima accennato) una soluzione ugualmente efficiente dal punto di vista allocativo, ma distributivamente diversa (consistente nell'imporre all'autore dell'esternalità di compensare in tutto o in parte la vittima) resta il fatto che ben possono darsi situazioni in cui il mantenimento dell'efficienza (la massimizzazione del benessere complessivo) può avvenire solo al prezzo di una violazione dei diritti della vittima difficilmente accettabile. Dichiarare a priori l'irrelevanza di tutte le esternalità efficienti che possono comportare questa conseguenza sembra davvero eccessivo²⁸.

4. Le esternalità – e tutte le interazioni sociali – come “semplici” problemi di misurazione e compensazione

Alla radice del trattamento delle esternalità di cui abbiamo dato conto nel paragrafo precedente sta un'idea di fondo che è quella di poter trattare tutti i problemi di esternalità (e in prospettiva i problemi connessi a tutte le interazioni sociali) come problemi di misurazione, massimizzazione e di eventuale compensazione.

L'intera costruzione di Kaldor-Hicks si basa sull'idea che esista la possibilità di calcolare il compenso necessario ad evitare peggioramenti di benessere per coloro che sono svantaggiati da una certa decisione sociale, e confrontarlo con il guadagno realizzato da coloro che ne sono avvantaggiati, il che presuppone ovviamente la possibilità di tutto misurare. Quanto alla grande intuizione di Coase, questa è notoriamente quella di avere compreso che chi subisce una esternalità può avere il razionale interesse e la materiale possibilità di evitarla, offrendo all'autore della medesima, un compenso per indurlo a rinunciare allo svolgimento dell'attività che produce effetti negativi o almeno a ridurre l'entità. Il che può avvenire solo presupponendo la possibilità di operare esatti calcoli dei costi e dei benefici che i soggetti coinvolti sopportano e ricavano in ciascuna delle situazioni ipotizzabili. Alla fine, la possibilità stessa di assumere come obiettivi sociali la massimizzazione

²⁸ Il fatto che colui che mi costringe ad ascoltare tesi negazioniste ricavi da ciò più piacere della sofferenza che mi impone, non è una buona ragione per rifiutare *a priori* ogni protezione al mio diritto a non essere obbligato ad ascoltare affermazioni assurdamente offensive. Punto reso ancor più evidente dal famoso, e pur paradossale, esempio del torturatore il cui godimento supera il dolore della vittima.

e l'efficienza, si basa sulla possibilità di operare misurazioni, mentre la possibilità di perseguire questi obiettivi senza minare completamente la coesione sociale, si basa sulla possibilità di calcolare eventuali compensazioni.

In questa prospettiva il pregio del mercato, e l'apprezzamento nei suoi confronti, sembra essere oggi motivato molto meno dalla sua presunta capacità di realizzare gli imprevedibili, ma equilibrati, risultati resi possibili dall'operare della mano invisibile, e molto di più dalle sue presunte capacità di misurare, e di rendere così possibili i più raffinati processi di calcolo e di compensazione. Con la conseguente ben nota spinta a creare forme di circolazione mercantile in grado di controllare ogni tipo di risorse²⁹, a valutare in una prospettiva mercantile ogni sorta di fenomeni³⁰, ed a sottomettere, come ben aveva intuito già Foucault³¹, alle logiche ed alle esigenze del mercato, anche l'azione del potere pubblico.

5. *Le preferenze other regarding e le "esternalità morali"*

Una parte dell'universo che questa pretesa di governare la società misurando e compensando finisce inevitabilmente per mettere ai margini della realtà considerata, è quella in cui si muovono le preferenze c.d. *other regarding* e cioè le preferenze che un soggetto ha non relativamente alla situazione sua propria (che sono quelle appunto *self regarding*) ma relativamente alla situazione di altri soggetti.

L'esistenza di questo tipo di preferenze complica enormemente il problema e costringe a considerare come effetto potenzialmente rilevante di un atto, non solo l'eventuale danno che il soggetto autore del danno arreca ad un altro, ma anche il dispiacere che altri provano per gli eventi provocati dall'atto e che pur che non li riguardano

²⁹ M. J. SANDEL, *What money can't buy: the moral limits of markets*, New York, 2012. Per una rassegna del dibattito in argomento v. B. WEMPE, B., J. FROOMAN, *Reframing the Moral Limits of Markets Debate: Social Domains, Values, Allocation Methods*, in 153(1) *J. Bus. Eth.*, 2018, 1.

³⁰ A trasformarci tutti, in tutte le circostanze, in «calculative agencies», v. M. CALLON, *Introduction: the embeddedness of economic markets in economics*, in M. CALLON (ed.), *The laws of the markets, Sociological review Monograph Series*, in 46 *Sociol. Rev.*, 1998.

³¹ M. FOUCAULT, *Naissance de la biopolitique cours au collége de france, 1978-1979*, Parigi, 2004.

direttamente. La consapevolezza che queste preferenze esistono ci dice che di fronte ad un atto come ad esempio un licenziamento oltre a considerare che esso, oltre ad aumentare, in genere, il benessere del licenziante e a diminuire quello del licenziato, può anche influire sul benessere di tutti coloro che provano pena per il licenziato, rabbia per lo strapotere del licenziante, gioia per il buon funzionamento del mercato, soddisfazione per un atto che considerano giusto, ecc. ecc.

The Future of Law and Economics pone il problema delle esternalità morali in tutta la sua enorme gravità. Viene sottolineato con forza che gli economisti hanno torto ad ignorare questo problema e vengono sviluppati stringenti argomenti in favore di una piena considerazione di questi effetti. E su questo punto sono personalmente totalmente d'accordo.

Tutto ciò è indiscutibile e questo insieme di osservazioni costituisce un importantissimo contributo di cui sarà ben difficile, per chi applica il metodo del *law and economics*, non tenere d'ora in poi il dovuto conto.

Qui vorrei semplicemente sottolineare un punto e cercare, a partire da questo, di accennare ad un altro punto che meriterebbe di essere adeguatamente sviluppato. Il punto che merita di essere sottolineato è che come risulta da tutti i casi esaminati in *The future* e come emerge in maniera altrettanto evidente da altri possibili casi, le preferenze *other regarding* non solo non sono necessariamente frutto di rare bizzarrie psicologiche³², e sono invece diffusissime, ma sono anche, molto spesso, il riflesso di radicate e importanti opinioni sulle caratteristiche che la società in cui si vive dovrebbe avere. Chi crede, come dichiarava di credere Lord Devlin nella discussione che lo vide opposto ad H. L. A. Hart, relativamente all'abrogazione, nel 1957, della legge inglese che vietava l'omosessualità³³, che quest'ultima può disintegrare la società, è certo ben consapevole del fatto che la relazione sessuale tra due persone dello stesso sesso non modifica in nulla il suo benessere materiale, ma questa consapevolezza non mette il suo benessere al riparo dalle vicende che riguardano la liceità di questa relazione e

³² Di anomala tendenza ad impicciarsi degli affari degli altri, come nel caso della "nosy preference" studiata da A. SEN, *The impossibility of a Paretian liberal*, in 78(1) *J. Pol. Econ.*, 1970, 152.

³³ Sul dibattito in questione v. F. H. BUCKLEY, *Perfectionism*, in 13 *Sup. Ct. Econ. Rev.*, 2005, 133, 143 ss.

ovviamente non giustifica il fatto che le variazioni del suo benessere possano essere ignorate .

Ciò premesso, il punto cui vorrei accennare, e che meriterebbe a mio avviso uno sviluppo non possibile in questa sede, è che la presenza di preferenze *other regarding* e di connesse esternalità morali, non suggerisce solo un punto di vista diverso, da affiancare al tipo di analisi economica che ha dominato negli ultimi decenni, suggerisce invece che l'impostazione di fondo su cui questa analisi si basa è sostanzialmente sbagliata.

Come ho detto, l'impostazione dell'analisi economica si basa su una visione in cui tutto può essere misurato e tutto può essere potenzialmente compensato. Una seria considerazione delle preferenze *other regarding* dimostra però che questa visione non solo può risultare in alcuni casi ripugnante, ma anche sostanzialmente sbagliata e fuorviante. Non si tratta solo della presenza di soggetti il cui benessere è diminuito dal fatto in sé di misurare in termini (più o meno) monetari il valore di certi beni, o addirittura di certe alternative, e neanche solo della convinzione, da molti condivisa, che alcuni beni, anche quando valutabili e valutati in termini monetari, non dovrebbero essere sottoposti ad una forma di circolazione di tipo mercantile.

L'obiezione nei confronti della pretesa generale misurabilità, e perciò della generale potenziale compensabilità, può essere molto più radicale e sottolineare che questa misurazione non solo può apparire immorale, ma è in moltissimi casi oggettivamente insensata³⁴.

Facciamo un esempio. Immaginiamo di dovere scegliere i criteri in base ai quali assegnare una risorsa scarsa come i diritti a ricevere un'adeguata istruzione. Il ragionamento in termini di misurazione, massimizzazione ed eventuale compensazione, spinge (in ipotesi) verso una soluzione che dice: usiamo le poche risorse a disposizione per dare una migliore educazione ai più dotati, che potranno così usare al meglio (nella maniera più produttiva) le loro doti naturali. Avremo così una società più ricca di quella che avremmo se sprecassimo risorse per i meno dotati, e con questa ricchezza potremo, se lo riterremo opportuno,

³⁴ Ricorrendo alla contrapposizione delineata da R. O. ZERBE, *Economic Efficiency in Law and Economics*, Londra, 2002, 135, le osservazioni che seguono nel testo sono dirette a contestare non solo e non tanto «the purpose ... to monetize values...», ma più direttamente e radicalmente «... [the purpose] to provide a ranking of choices expressed in money terms».

compensare i meno dotati rimasti più poveri. Ora, a parte la difficoltà di tassare i più educati, ormai convinti che tutto quello che guadagnano è esclusivo merito loro, e non devono perciò dare nulla a nessuno, è evidente che qui si pone un problema che viene prima di ogni discorso di compensazione. Il problema è che il vivere in una società popolata da persone mediamente educate non è comparabile con il vivere in una società popolata da pochi eletti e molti bruti, neanche se questi bruti vengono “compensati” attraverso sussidi che consentono loro una adeguata sopravvivenza. Le due situazioni, i due tipi di società che ne derivano, le infinite implicazioni e sfumature che caratterizzano e contrappongono l’una all’altra, sono di una tale diversità da rendere le due realtà incommensurabili e, ben prima di un problema di compensazione di coloro che non hanno potuto essere educati, si pone un, evidentemente insolubile, problema di compensazione di coloro che preferirebbero vivere in una società diversa da quella in cui vivono, a prescindere dal ruolo che ricoprono in quest’ultima³⁵.

Il punto che vorrei sottolineare con forza è che questo problema non riguarda solo i *merit good*, come l’istruzione nell’esempio che ho appena fatto, e come negli altri interessanti casi esaminati in *The Future*.

Non è difficile formulare altri esempi che non riguardano questo tipo di beni. Un ragionamento analogo si può fare con riferimento ad es. alle automobili. Coloro che amano la velocità decidono di abbandonare le carrozze trainate da cavalli e passare alle automobili. In conseguenza di ciò si costruiscono autostrade invece di argini per i fiumi. Si estrae petrolio invece di sviluppare energie rinnovabili. Arriviamo così (in attesa del futuro dominato da automobili *self – driving*, oggetto della brillante lezione introduttiva di Guido) al mondo in cui viviamo: inquinato e pericoloso (nel 2016 sembra siano state uccise dalla guerra in Siria 32.425 persone, mentre nel 2017 gli incidenti stradali ne hanno uccise, solo negli USA, 37.461). Quale compensazione può ora dare questa società più ricca, dove la circolazione stradale ammazza più giovani della guerra, a coloro che avrebbero preferito un mondo più lento, meno inquinato e meno pericoloso?

³⁵ Avevo già sottolineato questo punto in F. DENOZZA, *Fairness and welfare: are they really competing values? Legal Orderings and Economic Institutions*, in F. CAFAGGI, A. NICITA, U. PAGANO (a cura di), 2007, New York, 154.

Questi esempi mostrano a mio avviso chiaramente anzitutto che misurazione e compensazione acquisiscono senso in forza di astrazioni. E' spiacevole doverlo fare, ma ha un senso compensare con una somma di denaro la vittima del singolo incidente stradale, considerato come fatto astratto da ogni contesto. Se invece si mette in campo il giudizio non sul singolo evento, ma sull'intero contesto da cui il verificarsi dell'evento dipende, il ragionamento in termini di misurazione, massimizzazione, compensazione diventa decisamente problematico³⁶ e molti dubbi sorgono, come ho appena detto, sul fatto se sia sensato chiedersi quanti soldi bisognerebbe dare a coloro che preferirebbero un sistema di circolazione stradale più lento e meno pericoloso (in cui fossero ad es. costruite automobili strutturalmente incapaci di superare una certa modesta velocità)³⁷.

Le ragioni profonde che fanno percepire questo senso di irrazionalità nel tentativo di risolvere le questioni di organizzazione della società con il metodo della misurazione, massimizzazione ed eventuale compensazione, possono essere molteplici. Una è sicuramente costituita dal fatto che in valutazioni di questo tipo sono chiamati in causa valori diversi, e magari incompatibili, che sono tra loro

³⁶ Questa riflessione tra l'altro conferma e contribuisce a spiegare l'osservazione che ho fatto nei paragrafi iniziali a proposito del dominio che l'astrazione come separazione esercita nel pensiero giuridico neoliberale. Separazione e misurazione sono infatti fenomeni strettamente collegati. V. quanto osservano al riguardo M. CALLON, F. MUNIESA, *Peripheral Vision: Economic Markets as Calculative Collective Devices.*, in 26(8) *Organization studies*, 2005, 1229, 1231: «First, in order to be calculated, the entities taken into account have to be detached». Poche righe prima gli autori hanno chiarito che usano il termine "detachment" nel senso di "cutting".

³⁷ Anche dal punto di vista della percezione della giustizia delle soluzioni l'astrazione e l'isolamento delle diverse fattispecie dal loro contesto ha pericolose implicazioni. Questa prospettiva atomistica tende a mio avviso a favorire una visione della giustizia come interessata reciprocità, una visione cioè in cui ciascuno deve ricevere in base a quanto contribuisce, il che, in una visione isolata dei singoli problemi, finisce per favorire un orientamento che, caso per caso, tende a massimizzare le compensazioni per i forti, che danno di più, ed a minimizzare quelle per i deboli, che danno di meno, finendo per ignorare il quadro complessivo – su cui si fonda una giustizia come solidarietà - in cui ognuno di noi, nelle diverse situazioni e nelle diverse fasi della sua vita, è talora debole e talora forte, ed avrebbe bisogno di essere aiutato nel primo caso e di aiutare gli altri nel secondo. V. in argomento F. DENOZZA, M. MAUGERI, *"Granularization" and Cross-Subsidies: Liberal, Neoliberal and Socialist Perspectives*, di prossima pubblicazione.

incommensurabili e la cui rilevanza nelle diverse situazioni alternative ipotizzabili, preclude ogni tentativo di misurare e di comparare dette situazioni, in base ad un'unica, e univoca, unità di misura³⁸.

La possibilità di operare attraverso misurazioni sembra perciò problematica già quando si voglia immaginare che la scelta in questione debba essere compiuta da un singolo individuo. Tanto più quando la si immagini come scelta che deve essere presa collettivamente, da un insieme di soggetti di cui bisognerebbe tra l'altro chiedersi quali esperienze e quali informazioni hanno sulle implicazioni delle scelte che vanno a fare.

Con il che arriviamo all'ultimo punto che vorrei sottolineare. Credo che al di là dei problemi legati alla incommensurabilità dei valori, e alla incomparabilità delle situazioni, una più immediata e percepibile ragione dell'insensatezza della pretesa di scomporre i problemi che attengono al modo in cui la società dovrebbe essere organizzata, e misurare il valore delle alternative che ciascuno pone, è che questa procedura perviene a una rappresentazione della realtà che è sostanzialmente e gravemente fuorviante. Nel processo in cui una molteplicità di attributi, mediati dalle preferenze, viene mappata in singole misure, un enorme contenuto informativo va inevitabilmente perduto³⁹.

In questo modo viene occultato tra l'altro il fatto che la risposta alla domanda chi è il migliore utilizzatore di una risorsa o, più in generale, chi ricaverà la maggiore utilità dall'assegnazione della medesima, dipende per lo più dalla originaria allocazione delle risorse, che determina le relazioni di prezzo tra le risorse stesse, cosa che rende del tutto contingente il risultato che si ottiene (spesso, per di più, in maniera arbitraria) assegnando alle diverse alternative valori ricavati da misurazioni effettuate sulla base della situazione data e dei prezzi

³⁸ Il dibattito sull'incommensurabilità è ormai molto vasto e non è possibile entrare qui nei dettagli. Rinvio perciò ai saggi raccolti nel volume R. CHANG (ed.), *Incommensurability, incomparability, and practical reason*, Cambridge, 1997, e a quelli raccolti in *University of Pennsylvania Law Review*, 146(5), 1998.

³⁹ Come molti ritengono avvenga quando si tenta di dare un prezzo ai beni ambientali, v. D. W. BROMLEY, A. VATN, *Choices without prices without apologies*, in 26(2) *J. Env. Econ. Man.*, 1994, 129-148.

correnti⁴⁰. Generalizzando questa considerazione, potremmo anzi dire che quando si fanno scelte su questioni che riflettono il modo in cui la società è organizzata, il valore che si può attribuire alle alternative è contingente rispetto all'organizzazione considerata, e destinato perciò a cambiare con il cambiare della stessa (per restare all'esempio di poco fa è evidente che la velocità dei mezzi di trasporto ben può vedersi attribuire valori diversi secondo che la consideriamo in una società organizzata sul presupposto che ci si muova in carrozze trainate da cavalli oppure in una società organizzata sul presupposto che tutti possano muoversi alla velocità di una Ferrari).⁴¹

Nel complesso io credo che il sistema misurazione, massimizzazione, eventuale compensazione, non è solo in certi casi inaccettabile per ragioni morali, ma è inaccettabile come sistema generale di governo delle relazioni sociali perché finisce per sottomettere noi tutti ad imperativi che, come avviene con i risultati di mercato, sono fatti apparire come naturali e inevitabili, quando sono invece la conseguenza di arbitrarie premesse e di ancor più arbitrarie quantificazioni.

Il problema non riguarda solo i limiti da porre al governo via mercato, posto che anche il governo via comando può essere incardinato sulla *monetization*⁴² (come del resto abbiamo direttamente sperimentato negli ultimi decenni di politiche neoliberali volte ad introdurre logiche di misurazione mercantile in tutti i settori, a cominciare dall'istruzione pubblica e da quella universitaria in particolare).

Il tema dell'accorta combinazione di *commodification* (governo via mercato) e *commandification* (governo via decisione collettive) è

⁴⁰ Concordo perciò con coloro che ritengono che «The wealth maximization principle cannot be used on a large scale, or for entitlements that should be treated as a class and not individually, since it becomes indeterminate: that is, changing rights alters the wealth-maximizing allocation»: così A.A. PAPANDREOU, *Externality and institutions*, Cambridge, 1998, 219.

⁴¹ Se è vero che «Whether it be large scale...or small scale...every human choice is a step into a new world», J. FINNIS, in R. CHANG (ed.), *Incommensurability, Incomparability, and Practical Reason*, Cambridge, 1997, 220, il pretendere di misurare esattamente il nuovo usando i criteri con cui si misura il vecchio, può non avere molto senso.

⁴² Il punto è vigorosamente sottolineato da E. ZAMIR, *Tastes, values, and the future of law and economics*. in 16(1) *Jerusalem Rev. Leg. Stud.*, 2017, 101-123

importante ma non risolutivo. Il tema più generale è come uscire da una situazione in cui le nostre vite sono governate da fuorvianti misurazioni e dagli imprevedibili esiti di frammentate interazioni che possono produrre (come avviene nel mercato) risultati che nessuno prevedeva e che magari nessuno voleva, per massimizzare invece la coscienza, informata ed uguale partecipazione di tutti alle scelte che hanno forti implicazioni morali o sociali. Partecipazione che è forse il terreno principale in cui dovrebbe concretizzarsi quel valore della creatività (giustamente esaltato in *The Future*) la cui più prima manifestazione dovrebbe essere la possibilità di creare coscientemente, insieme agli altri, sé stessi e la propria vita.

6. Conclusioni

Se riguardiamo alla luce di queste riflessioni i valori che sono proposti nell'ultimo capitolo di *The Future*, io personalmente condivido con entusiasmo il riferimento ai valori dell'uguaglianza e della creatività. Sono più scettico sulla possibilità di mantenere il riferimento alla massimizzazione, che suppone comunque una misurazione.

Io credo che quello che dovremmo chiedere agli economisti, che sapranno farsi ispirare dalle riflessioni sviluppate in *The Future*, è di studiare i modi e i mezzi con cui può essere massimizzata la consapevole, informata e paritaria partecipazione di tutti alle scelte sociali che hanno forti implicazioni sociali o morali. La mia impressione, concludendo, è che qui Guido ci conduce, come è sua abitudine, ad una frontiera, alla frontiera di un metodo economico che se non cambia alcuni dei suoi presupposti fondamentali, si rivelerà sempre meno adatto ad aiutarci a governare il nostro futuro.

Attualità del binomio “reintegrazione del diritto - risarcimento del danno”: il principio di precauzione nel diritto privato

SOMMARIO: 1. Rimedi successivi al danno e principio di precauzione. –2. Illeciti di incerta verifica e incerta eziologia. – 3. Attività d’impresa e ignoto tecnologico. – 4. Riflessi sui rapporti interni ed esterni all’impresa.

1. Rimedi successivi al danno e principio di precauzione

Il binomio “reintegrazione del diritto - risarcimento del danno” postula un illecito in senso ampio all’accadere del quale l’ordinamento può reagire o tentando di ripristinare lo *status quo ante* o stimando il costo dell’illecito e ponendolo a carico di un soggetto, che non necessariamente coincide con l’autore del fatto, individuato attraverso il gioco dei criteri di imputazione: nell’uno e nell’altro caso, però, il rimedio è successivo al danno, con tutto ciò che questo comporta in senso effettuale, non foss’altro che in termini di tempi della giustizia di cognizione e, soprattutto, di esecuzione. A fronte del crescente numero di rischi cui l’evoluzione tecnologica espone e della massa potenzialmente indistinta di vittime della stessa, si apre però un territorio nel quale l’esigenza di un rimedio si affaccia prima del verificarsi del danno. In questo territorio opera il principio di precauzione.

Di fronte a un pericolo meramente potenziale (= rischio) per la salute o l’ambiente e tuttavia potenzialmente gravissimo, il regolatore ha un ventaglio ampio di opzioni, che vanno dal divieto assoluto di attività (c.d. approccio a rischio zero) all’imposizione delle migliori tecnologie esistenti per ridurre il rischio. Ma il regolatore può anche decidere «*di non intervenire affatto, lasciando che siano le norme generali sulla responsabilità civile a svolgere la funzione di prevenire possibili danni (e di garantire una riparazione nel caso che questi si verificano), magari rendendole più rigide prevedendo forme di responsabilità oggettiva*»¹.

¹ P. SAVONA, *Dal pericolo al rischio: l’anticipazione dell’intervento pubblico*, *Dir. amm.*, 2010, 355, sul punto, 367.

Questa relazione tenterà di verificare se, in quegli ambiti nei quali il regolatore non abbia optato per l'approccio a rischio zero, vietando *in apicibus* una determinata attività economica, un approccio precauzionale possa incidere sull'attività d'impresa, esigendo comunque cautele dalla cui inosservanza discendano conseguenze tanto nei rapporti interni, quanto nei rapporti esterni all'impresa².

2. *Illeciti di incerta verificaione e incerta eziologia*

Concetto di tale vaghezza semantica da aver spinto un autore nordamericano a scrivere che del c.d. principio di precauzione esistono almeno venti differenti definizioni, tutte fra loro incompatibili³, e due autori tedeschi a osservare che anche chi lo invoca come una cosa buona, difficilmente sa cosa significhi o come vada attuato⁴, nella riflessione giuridica europea si è soliti risalire alla definizione che della precauzione ha dato la Commissione in una Comunicazione del 2000⁵, là dove si è rilevato (§ 3) che il principio in parola abbraccia «*quelle specifiche circostanze in cui le prove scientifiche sono insufficienti, non conclusive o incerte e vi sono indicazioni, ricavate da una preliminare valutazione scientifica obiettiva, che esistono ragionevoli motivi di temere che gli effetti potenzialmente pericolosi sull'ambiente e sulla*

² Per un'impostazione analoga v. già R. COSTI, *Ignoto tecnologico e rischio d'impresa*, in AA. VV., *Il rischio da ignoto tecnologico*, Milano, 2002, 49; spunti sul tema anche in P. TRIMARCHI, *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano, 2017, 73.

³ CASS R. SUNSTEIN, *The Law of Fear. Beyond the Precautionary Principle*, Cambridge (Mass.), 2005 (che cito dalla tr. it. *Il diritto della paura. Oltre il principio di precauzione*, Bologna, 2010, 31).

⁴ J. SCOTT – E. VOS, *The juridification of uncertainty: observations on the ambivalence of the precautionary principle within the EU and the WTO*, in *Good governance in Europe's integrated market*, C. JOERGES – R. DEHOUSSE (a cura di), Oxford University Press, 2000, 253, che osservano «*few legal concepts have achieved the notoriety of the precautionary principle. Praised by some, disparaged by others, the principle is deeply ambivalent and apparently infinitely malleable*»

⁵ Comunicazione della Commissione sul Principio di Precauzione, COM (2000) 1° febbraio 2002, in http://europa.eu/legislation_summaries/consumers/consumer_safety/l32042_it.htm.

*salute umana, animale o vegetale possono essere incompatibili con il livello di protezione prescelto*⁶.

Il principio di precauzione ha poi trovato ingresso nel corpo del TFUE (art. 191, c. 1) e, nel diritto UE, sebbene direttamente evocato per le politiche ambientali, ha assunto, grazie all'opera della Corte di Giustizia, una dimensione significativa, poiché è stato esteso anche all'assai ampia materia della tutela della salute umana⁷.

Già nella definizione fatta propria dalla Commissione si coglie un dato: ovverosia che il principio di precauzione, dispiegandosi sul campo dell'incertezza scientifica, spinge il privatista ad abbandonare le categorie della tradizione e i suoi rassicuranti concetti, per muoversi su un terreno insolito, nel quale vacillano persino "*familiarissimi*"⁸ schemi logici, come "lecito = consentito/ illecito = vietato".

È dunque l'incertezza scientifica il presupposto del principio di precauzione, il quale opera in presenza di meri rischi, cioè di campanelli d'allarme di «*illeciti non solo di incerta verificaione ma pure, allo stato attuale delle conoscenze scientifiche, di incerta eziologia*». Questi illeciti di incerta verificaione e di incerta eziologia avvicinano anche il giurista positivo a quelle scienze che contemplanò l'incertezza

⁶ L'emersione del principio, a livello internazionale, si rinviene nell'art. 15 della Dichiarazione approvata a conclusione della Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo, tenutasi a Rio de Janeiro nel 1992: «*al fine di proteggere l'ambiente, gli Stati applicheranno largamente, secondo le loro capacità, il metodo precauzionale. In caso di rischio di danno grave o irreversibile, l'assenza di certezza scientifica assoluta non deve servire da pretesto per rinviare l'adozione di misure adeguate ed effettive, anche in rapporto ai costi, dirette a prevenire il degrado ambientale*»: cfr. T. TREVES, *Il diritto dell'ambiente a Rio e dopo Rio*, in *Riv. giur. amb.*, 1993, 578-579.

⁷ Nella giurisprudenza EU si è affermato il principio stereotipato per cui il principio di precauzione impone "*alle autorità competenti di adottare provvedimenti appropriati al fine di prevenire taluni rischi potenziali per la sanità pubblica, per la sicurezza e per l'ambiente facendo prevalere le esigenze connesse alla protezione di tali interessi sugli interessi economici*": così Trib. CE, sez. II ampliata, 26 novembre 2002, cause riunite T-74/00 e altre, ARTEGODAN, punto 184 (in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2004, 632); Corte di giustizia CE, 24 luglio 2003, C-39/03, Trib. CE, 21 ottobre 2003, T-392/02, *Solvay*, punto 121 (con espressioni identiche).

⁸ C. CONSOLO, *Il rischio da "ignoto tecnologico": un campo arduo per la tutela cautelare (seppur solo) inibitoria*, in AA.VV., *Il rischio da ignoto tecnologico, Quaderni della Rivista trimestrale di Diritto e procedura civile*, n.5, Milano, 2002, 65 ss., 72 sul punto in discussione.

causale nel loro statuto epistemologico⁹: si potrebbe forse dire, riprendendo il suggestivo titolo di un libro sul rapporto tra medicina ed etica, che il principio di precauzione porta anche il giurista nel “crepuscolo delle probabilità”¹⁰.

Questa luce crepuscolare, connaturale alla dimensione di società del rischio assunta dalla modernità¹¹, si è in effetti allungata sulla riflessione giuridica: nella quale, tuttavia, la riflessione dei privatisti è meno avanzata di quella dei pubblicisti e dei penalisti¹².

I pubblicisti da tempo dedicano all’amministrazione del rischio studi approfonditi, che spesso esulano dal tema primigenio del rischio ambientale¹³. I penalisti discutono invece correntemente di diritto penale del rischio, contrapponendolo al classico diritto penale dell’evento di matrice illuministica¹⁴.

Nonostante sia evidente che l’incedere del progresso tecnologico si riflette anzitutto sulla dimensione d’impresa, che del progresso è il motore, la riflessione dei privatisti dell’economia sconta qualche ritardo, poiché manca, allo stato dell’arte, un ragionamento compiuto sul rapporto tra principio di precauzione e attività d’impresa: è pertanto a questo rapporto che, nel quadro del complessivo disegno tematico suggerito dall’organizzatore del convegno, dedicherò la relazione.

⁹ Sul tema S. JASANOFF, *La scienza davanti ai giudici*, tr. it. Milano, 2001, e ivi pure l’introduzione di M. TALLACCHINI, *Scienza e diritto. Verso una nuova disciplina*, VII-XXII.

¹⁰ P. VINEIS, *Il crepuscolo delle probabilità. La medicina tra scienza ed etica*, Torino, 1999.

¹¹ È ormai quasi una citazione di stile richiamare il pensiero di Ulrich Beck e la sua categorizzazione della società contemporanea come società del rischio (*Risikogesellschaft*): v. U. BECK, *La società del rischio. Verso una seconda modernità*, II ed., Bari, 2007.

¹² A parte lo studio pionieristico di U. IZZO, *La precauzione nella responsabilità civile*, Padova, 2004, non mi pare constino, nei quindici anni successivi, altri lavori monografici sul tema.

¹³ F. DE LEONARDIS, *Il principio di precauzione nell’amministrazione di rischio*, Milano, 2005; A. BARONE, *Il diritto del rischio*, Milano, 2006; M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari: prevenzione, precauzione ed emergenza*, Padova, 2012.

¹⁴ F. STELLA, *Giustizia penale e modernità*, Milano, 2003; Castronuovo, *Principio di precauzione e diritto penale*, Roma, 2012.

3. Attività d'impresa e ignoto tecnologico

Il principio di precauzione, forse proprio per la sua sfuggente ambiguità semantica, evoca intriganti suggestioni. Se declinato, come qui si tenterà di fare, sul versante del suo (conflittuale) rapporto con la libertà di impresa, può rimandare addirittura alla mitologia. Non a caso un grande storico dei processi industriali, in un celebre volume, ha evocato la figura di Prometeo per tratteggiare i grandi snodi dello sviluppo industriale dalla metà del Settecento fin quasi ai giorni nostri¹⁵. Motore di questo sviluppo, che ha radicalmente trasformato la società avviandola verso la modernità, è stato — *ça va sans dire* — la libertà di impresa: la quale, slacciatasi dai vincoli medievali, ha generato una delle più grandi trasformazioni che la storia dell'Occidente abbia conosciuto. A tutt'altro mito è stato invece ricondotto il principio di precauzione, per descrivere il senso del quale è stata ripetutamente evocata la figura di Cassandra¹⁶.

Prometeo, etimologicamente, è “colui che riflette in anticipo” e, sulla base delle sue riflessioni, calcola e agisce; Cassandra, invece, non prevede ma profetizza (πρω-φημί): e le sue parole sono parole di sventura¹⁷. Così, mentre il mito di Prometeo si presta bene a descrivere l'attività di impresa (che opera sulla base di previsioni, calcoli e consapevoli assunzioni di rischi), il mito di Cassandra le si contrappone, perché l'incombere della sventura spinge inevitabilmente all'inazione e dunque a qualcosa di diametralmente opposto alla attività d'impresa.

La contrapposizione mitologica restituisce chiaramente i termini del problema anche nella sua dimensione giuridica e offre l'occasione di centrare il quesito cui dare risposta: *come reagisce l'attività di impresa di fronte all'incertezza che deriva dall'ignoto tecnologico?*

¹⁵ D. S. LANDE, *Prometeo liberato. La rivoluzione industriale in Europa dal 1750 ai giorni nostri*, tr. it. Torino, 2000.

¹⁶ V., ad es., D. CASTRONUOVO, *Principio di precauzione e diritto penale*, Aracne, 2010, 28.

¹⁷ Sul mito di Prometeo e sulla tecnica della previsione, contrapposti alla figura di Cassandra e alla tecnica della profezia, cfr. U. GALIMBERTI, *Psiche e techne. L'uomo nell'età della tecnica*, Milano, 2002, 80 ss.

L'ignoto rimanda direttamente alla precauzione e consente di distinguerla dalla prevenzione¹⁸, cui spesso viene impropriamente accostata. La differenza tra i due concetti è invece sottile, ma sostanziale.

*La precauzione serve a scongiurare effetti dannosi ipoteticamente collegati a determinate attività*¹⁹: dunque a scongiurare il mero rischio (ciò che non è ancora pericolo: *noch nicht Gefahr*). *La prevenzione serve a scongiurare effetti dannosi collegati a determinate attività*: in altre parole, a scongiurare pericoli.

La differenza tra rischio e pericolo (coppia concettuale di matrice tedesca²⁰) inizia peraltro ad affiorare anche nel diritto positivo italiano: “pericolo” e “rischio” sono infatti evocati, con significati diversi, nel d. lgs. 81/2008, non casualmente dedicato alla salute e alla sicurezza sul lavoro²¹.

Mentre la prevenzione è dimensione facilmente riferibile all'attività d'impresa, la precauzione rimanda invece a una dimensione direttamente riferibile ai regolatori. Emblematicamente in Germania, dove il principio di precauzione è stato dogmaticamente elaborato ed è

¹⁸ Concetto che ben altra attenzione ha fin qui ricevuto dagli studiosi della responsabilità civile. L'ovvio riferimento corre a P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, e G. CALABRESI, *The Cost of Accidents. A Legal and Economic Analysis*, New Haven and London, 1970 (tr. it. *Costo degli incidenti e responsabilità civile*, Milano, 1975).

¹⁹ Per D. CASTRONUOVO, *Principio di precauzione e beni legati alla sicurezza*, in <https://www.penalecontemporaneo.it/upload/Castronuovo%20pdf%20definitivo.pdf>, 2, la precauzione esige criteri «di gestione del rischio in condizioni di incertezza scientifica circa possibili effetti dannosi ipoteticamente collegati a determinate attività».

²⁰ Ragionando su tale coppia concettuale nel dibattito tedesco, P. SAVONA, *Dal pericolo al rischio: l'anticipazione dell'intervento pubblico*, cit., 376, così si esprime: «mentre il pericolo rappresenta un evento dannoso futuro e incerto il cui verificarsi, alla luce dell'esperienza passata, può ritenersi ragionevolmente probabile, il rischio è un evento dannoso futuro e incerto, di cui non è possibile allo stato attuale delle conoscenze valutare in maniera sufficientemente sicura le probabilità (o anche solo le modalità) di avveramento».

²¹ L'art. 2, lett. r), del d. lgs. 81/08 definisce il pericolo come la “proprietà o qualità intrinseca di un determinato fattore avente il potenziale di causare danni”; l'art. 2, lett. s) definisce invece il rischio come la “probabilità di raggiungimento del livello potenziale di danno nelle condizioni di impiego o di esposizione ad un determinato fattore o agente oppure alla loro combinazione”.

stato in seguito positivizzato²², anche al massimo livello delle fonti²³, la Corte costituzionale ha sempre chiarito che in situazioni di incertezza scientifica la decisione di adottare misure precauzionali è una decisione politica²⁴. La ragione si comprende agevolmente: se la precauzione esigesse, anche in assenza di un divieto, la messa al bando di ogni nuova tecnologia o ritrovato della tecnica, si trasformerebbe in una misura liberticida, ontologicamente – ancor prima che giuridicamente – incompatibile con la libertà d'impresa.

Se, dunque, l'attività d'impresa non deve arrestarsi ascoltando le profezie di sventura di Cassandra, può, però, procedere indistintamente oltre ignorando la possibilità del rischio?

Il diritto positivo offre – sia sul versante codicistico, sia su quello della legislazione speciale – vari spunti di disciplina ai quali attingere per rispondere al quesito.

Sul versante codicistico il riferimento, immediato e intuitivo, corre al dispositivo dell'art. 2050 c.c. Tale dispositivo postula però una responsabilità conseguente a rischi noti, come tali prevedibili e calcolabili: e, pertanto, evitabili, sebbene aumentando le cautele e per conseguenza i costi dell'attività. Declinato sul piano dell'attività d'impresa, l'art. 2050 c.c. assolve alla funzione preventiva di conformarne l'organizzazione interna in modo da internalizzare i costi sociali che l'attività economica altrimenti traslerebbe all'esterno. Non a caso i modelli di gestione del rischio servono proprio a evitare o comunque a contenere la produzione di rischi generata da attività

²² Già con la *Bundesimmissionschutzgesetz* del 1974 il principio di precauzione trovò il primo riconoscimento a livello normativo. La legge imponeva di ridurre al minimo tecnicamente possibile le immissioni, sebbene non vi fosse la prova della loro dannosità, nel presupposto che meno immissioni ci sono meglio è per la salute dell'uomo e del pianeta. L'autorizzazione all'apertura di un impianto era subordinata alla condizione che le emissioni prodotte fossero ridotte al minimo consentito dalla tecnica.

²³ Il nuovo art. 20 GG, introdotto nel 1994, prevede infatti che «*lo Stato tutela anche nei confronti delle generazioni future i fondamenti naturali della vita e gli animali nel quadro dell'ordinamento costituzionale mediante la legislazione, e, in conformità alla legge e al diritto, mediante l'esercizio del potere esecutivo e del potere giudiziario*».

²⁴V., ad es., BVerfG 28 febbraio 2002, sulla legittimità della disciplina dei valori soglia di inquinamento da campi elettromagnetici, in <http://www.bverfg.de/entscheidungen/de>.

economiche di cui la potenziale pericolosità è nota. Nondimeno, è evidente che il dispositivo dell'art. 2050 c.c., nella misura in cui detta un criterio di imputazione di un danno conseguente allo svolgimento di un'attività pericolosa, implica la possibilità di svolgere attività pericolose e dunque, *a fortiori*, meramente rischiose²⁵.

Dalla legislazione speciale – e, in particolare, dalle norme sulla responsabilità del produttore – si traggono spunti di pari interesse. L'art. 118, lett. e), c. cons., esonera infatti da responsabilità il produttore «*se lo stato delle conoscenze scientifiche e tecniche, al momento in cui il produttore ha immesso in commercio il prodotto, non permetteva ancora di considerare il prodotto come difettoso*». Il senso di questa norma, che prevede la c.d. esimente per i rischi da sviluppo, è all'evidenza teso a incoraggiare l'attività d'impresa, lasciandola libera di esplicitarsi finché non vi siano segnali, scientificamente o tecnicamente fondati, di difettosità del prodotto (*i.e.*: che non presenti alcun rischio – art. 103 cod. cons. – per la sicurezza degli utilizzatori).

Sempre nel codice del consumo si rintraccia poi un'altra disposizione che, sebbene forse un po' nascosta, offre uno spunto di non poco interesse nella riflessione su principio di precauzione e attività di impresa. L'art. 105, co. 1 e 2, detta una presunzione di sicurezza per il prodotto conforme alla legislazione vigente (comprensiva anche delle norme non cogenti) nello Stato in cui è commercializzato; al co. 3 aggiunge però che, se mancano norme, anche non cogenti, nello Stato membro, «*la sicurezza del prodotto è valutata in base ... agli ultimi ritrovati della tecnica*».

Le disposizioni evocate consentono di avviare a conclusione il ragionamento. Se le autorità pubbliche – alle quali è rimessa quella valutazione discrezionale che, sulla base di previsioni incerte, suggerisce di inibire una certa attività nell'attesa che si chiariscano i potenziali rischi ad essa connessi (il già ricordato “*approccio a rischio zero*”²⁶) – non formulano, anche attraverso norme non cogenti, un divieto, c'è uno spazio nel quale l'impresa può agire anche se la sua

²⁵ A. GRAGNANI, *Il principio di precauzione come modello di tutela dell'ambiente, dell'uomo, delle generazioni future*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, 9, sul punto 36.

²⁶ L'uso più conservativo della precauzione è stato icasticamente riassunto nel principio *better safe than sorry*: Wood et al., *Whither the Precautionary Principle? An American Assessment from an Administrative Law Perspective*, 54 *Am. J. Comp. L.* 581, 581 (2006)

attività rischia di arrecare danno a beni di rilievo primario come la salute o l'ambiente.

Attesa la rilevanza degli interessi potenzialmente coinvolti, l'attività d'impresa in questi settori non sarà tuttavia improntata a totale libertà, poiché dovrà comunque rispondere dei danni eventualmente provocati a meno che non dimostri di aver adottato tutte le misure idonee, in base agli ultimi ritrovati della tecnica (art. 105, co. 3, c. cons.), a prevenirli.

Ne segue che, «*a meno di espressi divieti normativi, di fronte al rischio scientifico o tecnologico l'attività d'impresa non deve arrestarsi, ma non può neppure invocare questo spazio di libertà come un'esimente da responsabilità; al contrario, deve predisporre un'organizzazione interna in grado di conoscere (e prevenire) i rischi connessi all'incertezza scientifica e tecnologica*». E poiché l'attività d'impresa trova naturale espressione nell'esercizio della stessa in forma societaria, il referente normativo del discorso che si sta svolgendo transita anzitutto dal principio dell'adeguatezza degli assetti organizzativi espresso dall'art. 2381 c.c.²⁷, il quale ha decisamente inciso sul tema della responsabilità della società e dei gestori nei confronti delle componenti interne ed esterne all'impresa sociale.

4. *Riflessi sui rapporti interni ed esterni all'impresa*

Declinato quindi il discorso sul versante dell'adeguatezza degli assetti organizzativi di imprese la cui attività può incidere su beni primari come la salute o l'ambiente, cioè in quei settori in cui tipicamente si esprime il principio di precauzione, il discorso forse si complica, ma esibisce sicuri spunti d'interesse.

È noto infatti che le scelte dell'organo amministrativo relative agli assetti organizzativi sono scelte latamente gestorie alle quali si ritiene applicabile la *business judgment rule*, sì che le stesse esulano dal giudizio sull'operato degli amministratori²⁸. È altrettanto noto, però, che per le banche e gli altri intermediari finanziari l'applicabilità della

²⁷ Spunti in V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. Comm.*, 2006, I, 5.

²⁸ M. STELLA RICHTER, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 20 e ivi, in nota 26, ampia bibliografia sull'applicabilità della *business judgment rule* alle scelte sull'adeguatezza degli assetti organizzativi.

business judgment rule è questione controversa, poiché la disciplina prudenziale cui gli stessi sono sottoposti postula la possibilità, per le autorità di vigilanza, di entrare nel merito della bontà dell'adeguatezza delle scelte organizzative effettuate dal *board*²⁹. Nella valutazione di adeguatezza degli assetti degli intermediari finanziari gli organi sociali devono perseguire un obiettivo, la sana e prudente gestione, che può anche risultare eccentrico rispetto all'interesse dei soci e che consente di sindacare scelte dell'organo amministrativo che incidono, anche solo potenzialmente, su altre categorie di portatori di interessi, diverse da quella degli azionisti³⁰.

Trattandosi a ben vedere dei diversi snodi in cui può articolarsi un discorso giuridico sulla responsabilità sociale d'impresa³¹, un principio consimile alla sana e prudente gestione potrebbe invocarsi, in virtù di un'intuitiva familiarità di problemi, per i settori nei quali il principio di precauzione viene più o meno correttamente evocato anche nella dimensione privatistica: commercializzazione di alimenti, farmaci, cosmetici, dispositivi medici, *internet of things*³². Prodotti per i quali, allo stato delle conoscenze scientifiche, difettano ancora studi consolidati sugli effetti di lungo periodo (sigarette elettroniche, telefoni cellulari, *novel food*), ma la cui produzione e commercializzazione non è impedita dalle autorità pubbliche. Per così dire alle spalle della sana e prudente gestione — così come della precauzione — sta sempre, a ben riflettere, un'esigenza di sistema, che spinge a considerare gli effetti a catena, potenzialmente imprevedibili, che scelte errate (in ambito finanziario, ma il discorso si presta a un'estensione al campo ambientale o alimentare) possono provocare sulla collettività.

Se non vi è «un'anticipazione dell'intervento pubblico limitativo della sfera individuale»³³, tale da conformare taluni mercati impedendo che negli stessi siano immessi prodotti di cui è dubbia la stessa

²⁹ A titolo d'esempio, con il c.d. *removal* o con le raccomandazioni sulla composizione del consiglio.

³⁰ Per una riflessione generale sul tema v. U. TOMBARI, "Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019.

³¹ Su cui M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1.

³² Vale a dire prodotti e servizi governati dall'intelligenza artificiale (un facile quanto immediato riferimento corre, ad esempio, alle automobili a guida autonoma).

³³ P. SAVONA, *Dal pericolo al rischio: l'anticipazione dell'intervento pubblico*, 377.

rischiosità³⁴, l'impresa deve dunque mappare i rischi potenzialmente conseguenti alla propria attività, verificando costantemente se lo stato dalla ricerca tecnico-scientifica non abbia raggiunto stadi più avanzati che segnano il passaggio dal rischio al pericolo.

Da ciò conseguono ovvie ripercussioni sugli assetti organizzativi interni, e altrettanto ovvie conseguenze giuridiche, sia sotto il profilo dei rapporti interni all'impresa, sia sotto il profilo speculare dei rapporti esterni all'impresa.

Nei rapporti interni, se l'inadeguatezza dell'assetto organizzativo è stata causa di danni che avrebbero potuto esser prevenuti, gli organi gestori e di controllo potranno essere chiamati a risponderne con le relative azioni di responsabilità; nei rapporti esterni all'impresa, se l'evoluzione tecnico-scientifica ha mostrato l'esistenza di un rischio, scoprendo una legge causale fin lì ignota, il non aver assunto le misure idonee a prevenirne la dannosità aprirà la strada al regime di responsabilità speciale dettato dall'art. 2050 c.c.

³⁴ Nel bilanciamento con il principio della libertà di impresa espresso dall'art. 41, c. 1, Cost., tali limiti prevalgono quando trovano il proprio fondamento nell'esigenza di protezione dei diritti fondamentali cui rimanda l'art. 41, c. 2, Cost. Evocando la teorica degli *Shutzpflichten*, il *Bundesverfassungsgericht*, ad esempio, giustifica l'intervento dello Stato limitativo della sfera individuale in situazioni di incertezza, rinviando ai diritti alla vita (art. 2, § 2), alla dignità umana (art. 1, § 1), alla salute (art. 14) della *GrundGesetz*.

Strumenti amministrativi e mezzi di tutela civilistica: verso un superamento della contrapposizione?

SOMMARIO: 1. Situazioni soggettive e “ridefinizione” degli strumenti di tutela. – 2. Rimedi civilistici e tutela amministrativa: struttura e funzioni. – 3. L’*enforcement* nel diritto privato regolatorio. – 4. Funzione ed efficacia dei rimedi.

1. Situazioni soggettive e “ridefinizione” degli strumenti di tutela

Oggetto del contributo è il problema della “ridefinizione degli strumenti di attuazione coattiva delle posizioni giuridicamente protette”, nel contesto dell’invito – rivolto da Filippo Sartori – a procedere a un “rinnovamento delle modalità di comprensione giuridica dei rapporti d’impresa (tra produttori e fruitori-utenti, così come tra produttori)”, nei c.d. settori regolati, con particolare attenzione al settore del mercato finanziario (in senso ampio)¹.

Mette conto, peraltro, puntualizzare da subito che lo studio della prospettiva “rimediale”, a sua volta, può rivelarsi fecondo, anche

¹ In ragione dell’impostazione prescelta, non saranno, dunque, presi in considerazione problemi analoghi, relativi ad altri “settori”, quali, ad esempio il complesso tema della tutela dell’ambiente e delle sue “interferenze” con l’istituto civilistico delle immissioni, nonché, in termini generali, con le problematiche della responsabilità civile. Sul primo fronte, è noto il dibattito che ha originato il disposto dell’art. 6 *ter* del D.L. n. 208/08, che “interferisce” con l’applicazione della disciplina codicistica (e, dunque, con l’autotutela privata) delle immissioni, pur se limitatamente a quelle acustiche (cfr., ad es., Cass., 7 ottobre 2016, n. 20198; Cass., ord. 20 dicembre 2018, n. 32943). Sul fronte della responsabilità civile, particolare interesse ha destato la disciplina sul risarcimento del danno ambientale, contenuta nella Direttiva n. 2004/35/CE, la quale prevede esclusivamente l’azione pubblica (amministrativa o giudiziaria), per il risarcimento del danno all’ambiente come bene “adespota”. I privati possono solo sollecitare l’esercizio di questo potere e sottoporre un eventuale diniego al controllo giurisdizionale (cfr. artt. 3, par. 3, e 13, par. 2. E cfr. anche l’art. 16, par. 2, per il “divieto del doppio recupero dei costi”, rimesso agli Stati membri)]. Diverso è il c.d. *danno derivante dall’alterazione dell’ambiente*; questo sì risarcibile, su iniziativa dei singoli soggetti danneggiati dal fatto produttivo del danno ambientale, “nella loro salute o nei beni di loro proprietà” (art. 313, co. 7, d. lgs. n. 152/2006). Per un quadro di sintesi e puntuali riferimenti, cfr. G. VISINTINI, voce «*Responsabilità civile e danni ambientali*», in *Enc. Dir., Ann.*, IV, Milano, 2011, 1012 ss.

rispetto al tema – logicamente preliminare – della “identificazione” e “ridefinizione” delle situazioni giuridicamente protette.

Emblematici di questa interrelazione fra identificazione delle situazioni sostanziali e profili rimediali sono – per restare nell’ambito del mercato finanziario – la vicenda SAI-Fondiaria, rispetto alle situazioni soggettive degli azionisti di società quotate (potenziali) destinatari di un’OPA obbligatoria e, più di recente, il problema delle crisi bancarie e degli strumenti di tutela dei diversi finanziatori dell’impresa e dei successivi acquirenti degli strumenti finanziari.

Per quanto banale possa apparire l’evocazione del problema “storico”, dei rapporti fra “*ius*” e “*remedium*”, recenti discussioni sui possibili profili di illegittimità delle disposizioni in materia di crisi bancarie, rispetto, appunto, alle “situazioni soggettive” dei risparmiatori interessati, inducono a ritenere tutt’altro che scontata l’idea secondo la quale la ricostruzione del contenuto delle situazioni giuridiche soggettive non possa prescindere dalla considerazione dell’ordinamento nel suo complesso, anche in una dimensione “settoriale”, ivi comprese le forme di tutela e i rimedi. In altri termini, l’individuazione della situazione giuridica protetta non può essere un prius logico-giuridico, rispetto alla ricostruzione del complessivo quadro normativo di riferimento – generale e settoriale –, ivi comprese le strutture rimediali².

² Così, ad es., non è forse del tutto ben posto il quesito se l’art. 47, 1° co., Cost. rechi un principio supremo dell’ordinamento e sia di ostacolo al recepimento del diritto comunitario della crisi, in materia di *bail-in*, per il possibile sacrificio dei risparmiatori (cfr., peraltro, le riflessioni di R. COSTI, *Tutela del risparmio e costituzione: storia e attualità dell’art. 47*, in *Banca imp. soc.*, 2018, III, 398 ss.). Occorre, piuttosto, chiedersi in che misura le situazioni soggettive dei risparmiatori (depositanti ovvero investitori) siano tutelate, nel contesto dell’ordinamento del credito e del mercato finanziario, che realizza un non agevole contemperamento fra una pluralità di interessi – tutti, peraltro, di rango costituzionale –, suscettibili di entrare in conflitto. In particolare, quanto mai delicata è la questione delle situazioni soggettive di chi investe in strumenti finanziari emessi da banche e intermediari finanziari. Il tema è un “classico” del diritto bancario/societario, di recente tornato a formare oggetto di interesse e, per così dire, rivisitato dalla normativa comunitaria, soprattutto successiva alla crisi di inizio millennio (cfr. la Comunicazione della Commissione, 30 luglio 2013). Senza pretesa di affrontare, nel contesto di queste brevi note, una questione complessa e controversa, mette conto, quanto meno, ricordare la posizione di chi ha osservato che la disciplina bancaria e creditizia tutela l’interesse del “risparmio oggettivamente considerato” (non dei risparmiatori,

Su questo aspetto è tornata a riflettere e a confrontarsi, in tempi relativamente recenti, la dottrina civilistica, giungendo finanche ad affermare che l'ampliamento della tutela civile oltre i rigidi confini del diritto soggettivo (dove la locuzione "interessi giuridicamente protetti") ha quale conseguenza che il "rimedio" diventi "strumento primario, non più secondario, di realizzazione giuridica"³.

Un'ultima considerazione introduttiva.

soggettivamente considerati), la cui raccolta con obbligo di rimborso presso il pubblico costituisce momento qualificante l'attività bancaria. Cfr. G. GUIZZI, in *Società bancarie e società di diritto comune - Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, IV, 799. D'altronde, nella disciplina comunitaria della crisi dell'impresa bancaria (nonché degli altri intermediari finanziari), gli obiettivi della risoluzione bancaria – che comporta il sacrificio dei diritti dei soci – sono chiaramente individuati in interessi esterni, soprattutto di mercato (cfr. art. 31 Direttiva n. 2014/59/UE). Al riguardo, si è detto che il termine di confronto, per apprezzare la peculiare posizione del socio nella società bancaria, deve essere non tanto la società di diritto comune, quanto le "società operanti nei mercati finanziari", in ragione della peculiare esigenza di tutela del risparmio e, dunque, della disciplina dell'attività d'impresa esercitata (cfr. G. FERRI jr., in *Società bancarie e società di diritto comune*, cit.). In altri termini, la libertà di gestione del proprio investimento (da parte del socio) risulta subordinata non soltanto all'interesse dell'impresa (e alla esigenza della sua sana e prudente gestione), ma, più in generale, del mercato in cui questa opera, presidiato dalle autorità di vigilanza. Donde la possibile compressione dei poteri di incremento e riduzione della partecipazione, della sua liquidazione, dell'esercizio diritti amministrativi.

³ Il terreno d'elezione per questo genere di considerazioni è stato, come noto, quello della responsabilità civile, in relazione al sintagma "danno ingiusto", quanto meno, a far data dalla riflessione di S. RODOTÀ, *Il problema della responsabilità civile*, Milano, 1964, spec. 79 ss. Con particolare riferimento alla questione evocata nel testo, cfr., soprattutto, V. SCALISI, *Lineamenti di una teoria assiologica dei rimedi giuridici*, in *Riv. dir. civ.*, 2018, IV, 1047, nonché, per una posizione più "radicale", D. MESSINETTI, *La sistematica rimediale*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2011, I, 15 ss., il quale vede nel rimedio la stessa fonte di giuridicità della situazione "meritevole di tutela". Ma cfr. A. DI MAJO, *Rimedi e dintorni*, in *Eur. dir. priv.*, 2015, 703 ss., per la precisazione secondo cui il rimedio non decide dell'an, ma solo del quomodo della protezione giuridica. Di quest'ultimo A. cfr. anche voce «Tutela (dir. priv.)», in *Enc. Dir.*, XLV, Milano, 1992, 368, per una sintesi della tradizionale contrapposizione fra l'approccio di *civil law* e quello di *common law* al problema del rapporto fra interessi protetti e strumenti di protezione (o "rimedi"), in ragione della "storica" prevalenza, rispettivamente, del formante legale e di quello giurisprudenziale. Su quest'ultimo aspetto cfr., *amplius*, U. MATTEI, *Tutela inibitoria e tutela risarcitoria*, Milano, 1987, 98 ss. Più di recente: G. SMORTO, *Sul significato di «rimedi»*, in *Eur. dir. priv.*, 2014, 59 ss.

L'analisi dei rapporti fra tutela pubblicistica (*public enforcement*) e tutela privatistica (*private enforcement*) è un tema che ricorre sovente nelle riflessioni dedicate alla regolazione del mercato e poi, in particolare, ai mercati regolati (fra i quali il mercato bancario e finanziario).

L'argomento rientra nella più ampia e risalente riflessione sulle diverse forme di applicazione delle regole giuridiche, generalmente impostata insistendo sulla diversità di soggetti e di interessi protetti, nonché di strumenti di applicazione (preventivi vs. successivi, sanzionatori vs. risarcitori/restitutori, etc.), muovendo dalla constatazione secondo cui il modello egemone ha natura "mista", prevedendo la concorrenza di soggetti pubblici e privati nella "applicazione del diritto", con possibili "aree di indistinzione" tra profili pubblicistici e profili privatistici. In questa prospettiva, la contrapposizione fra *public* e *private enforcement*, occulterebbe, in realtà, la concorrenza fra due modelli di applicazione "pubblica" delle regole giuridiche: il primo incentrato sull'azione amministrativa e sul controllo giurisdizionale di legittimità; il secondo rimesso sì all'iniziativa dei privati, ma pur sempre svolto dinanzi a giudici "pubblici"⁴.

Per vero, sarebbe possibile un'ulteriore puntualizzazione, non essendo, in realtà, scontata la netta distinzione fra *amministrazione* e *giurisdizione* delle regole giuridiche. Il pensiero corre, soprattutto, alle più recenti epifanie di ADR, in ambito bancario e finanziario, con riferimento alle quali, non a caso, è stato riproposto il problema della in/distinzione fra *amministrazione* e *giurisdizione*, sotto molteplici profili (*e.g.*, autonomia e terzietà del giudicante; indifferenza rispetto alle ricadute pratiche delle decisioni; in/flessibilità della regola enunciata)⁵.

⁴ Cfr., per questa impostazione, G. FONDERICO, *Public e private enforcement*, in *AIDA*, 2015, 3 ss., il quale precisa che «si possono avere azioni soggettivamente private ma fondate su interessi generali, sovrapposizioni tra le funzioni dei rimedi (risarcitori, sanzionatori ecc.), modelli giudiziali o amministrativi dell'azione pubblica così come dell'azione privata, allocazioni variabili del costo delle risorse da impegnare».

⁵ Si vedano le note pronunce della C. Cost., 21 luglio 2011, n. 218, in *Foro It.*, 2011, I, 2906 (relativa all'ABF) e 31 gennaio 2019, n. 13, in *Foro It.*, 2019, I, 1523 (relativa all'AGCM). In quest'ultima pronuncia risulta, in particolare, enfaticamente

In questo contesto – che si ricollega alle riflessioni di teoria della regolazione – ha riscosso un certo successo un’impostazione gius-economica, che esamina costi e benefici dei diversi possibili modelli di applicazione delle regole e di intervento pubblico sul funzionamento dei mercati, anche in una dimensione *prescrittiva*⁶.

In questa sede sarà, per contro, privilegiato un approccio “classico” (se si vuole, più strettamente o “formalisticamente” giuridico), incentrato sulla (appunto) tradizionale contrapposizione fra interessi protetti e forme di protezione (più in generale: “realizzazione del diritto”), tentando di approfondire le reciproche interazioni fra questi due momenti dell’esperienza giuridica, alla luce dell’impostazione suggerita, incentrata sull’evoluzione del diritto privato dell’impresa, nel contesto dell’armonizzazione comunitaria, con particolare attenzione ai mercati regolati del credito e del mercato finanziario.

2. Rimedi civilistici e tutela amministrativa: struttura e funzioni

Un utile punto di partenza per fare emergere e, dunque, impostare il problema del (possibile) superamento della distinzione fra tutela amministrativa e autotutela privata può essere offerto dalla ricognizione della “tassonomia” dei rimedi, suggerita in dottrina, e, in particolare, del criterio di distinzione fra rimedi pubblicistici e rimedi privatistici.

In questa visione, sarebbero “rimedi pubblicistici” quelli che una PA offre per autoregolamentarsi (es., ricorsi gerarchici) ovvero quelli

(e persuasivamente) ribadito il principio della distinzione fra amministrazione e giurisdizione (cfr. anche quanto si osserva *infra*, nota 34 e testo corrispondente).

⁶ Su questi aspetti si è soffermata la riflessione degli studiosi di analisi economica del diritto. Cfr., in luogo di molti, i “classici” contributi di G.S. BECKER, G.J. STIGLER, *Law Enforcement, Malfeasance, and Compensation of Enforcers*, in 3 *Journal of Legal Studies* 1 (1974); W.M. LANDES, R.A. POSNER, *The Private Enforcement of Law*, in 4 *Journal of Legal Studies* 1 (1975). Per una sintesi, cfr. il più recente contributo di R.A. POSNER, *Regulation (agencies) versus litigation (courts): an analytical framework*, in D.P. KESSLER (ed. by), *Regulation vs. Litigation Perspectives from Economics and Law*, Chicago, 2012. Nella letteratura giuridica italiana, cfr., P. STELLA, *L’enforcement nei mercati finanziari*, Milano, 2008, 10 ss. Per un’efficace e accurata sintesi del dibattito, con particolare riferimento al problema delle autorità indipendenti, cfr. M. CLARICH, *Autorità indipendenti. Bilancio e prospettive di un modello*, Bologna, 2005, spec. 14 ss. e 91 ss.; F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 105 ss.

offerti dalla giurisdizione amministrativa avverso provvedimenti o comportamenti di una PA o, ancora, quelli che una PA pone in essere per disciplinare direttamente un proprio interesse (*rectius*: l'interesse pubblico di cui è portatrice).

Sarebbero “rimedi privatistici” quelli “amministrati dalla giurisdizione ordinaria o da eventuale altra entità decisionale direttamente deputata alla tutela di interessi giuridicamente tutelati (di regola, diritti soggettivi) di individui particolari, siano essi aggrediti da altri individui privati o da pubbliche amministrazioni. Anche se non amministrati da una giurisdizione ordinaria sono così da considerarsi rimedi privatistici quelli emessi dall’Autorità per la tutela della privacy e in un certo senso anche quelli dell’Autorità per la tutela della concorrenza e del mercato”⁷.

Rispetto a questa “classica” contrapposizione, può rivelarsi non agevole la collocazione dei *poteri* spettanti alle Autorità di settore, le quali sono sovente investite di sempre più penetranti strumenti di *intervento* sull'autonomia privata e sull'esercizio dell'attività d'impresa, agendo dinanzi alla giurisdizione ordinaria ovvero incidendo direttamente sulle realtà giuridica (senza, cioè, la mediazione di un provvedimento di un'autorità giurisdizionale).

Non meno problematico è il caso in cui la legge espressamente affidi all’Autorità di vigilanza il compito di esercitare un potere, “avuto riguardo” ovvero “tenendo conto” delle ricadute del suo esercizio su altri interessi protetti.

Significativo, al riguardo, è il disposto dell’art. 110, co. 1 *bis*, T.U.F., in tema di “inadempimento” dell’obbligo di OPA, che: (i) nell’*incipit* fa salva l’applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria; (ii) attribuisce alla Consob il potere di “imporre” l’OPA totalitaria “inadempita”; (iii) *in alternativa* all’alienazione coatta della partecipazione eccedente acquisita *contra legem*; (iv) attribuisce alla Consob il potere di stabilire il prezzo dell’OPA “anche tenendo conto del prezzo di mercato dei titoli”; (v) stabilisce che la Consob debba adottare la decisione di imporre l’OPA “con provvedimento motivato”,

⁷ Cfr. U. MATTEI, *I rimedi*, in *Il diritto soggettivo*, in *Tratt. Sacco*, Torino, 2001, 124-125. Cfr. anche F. CAFAGGI, P. IAMICELI, *The Principles of Effectiveness, Proportionality and Dissuasiveness in the Enforcement of EU Consumer Law: The Impact of a Triad on the Choice of Civil Remedies and Administrative Sanctions*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2017, 580.

“avuto riguardo”, “tra l’altro”, alle ragioni del mancato adempimento, agli effetti che conseguirebbero all’alienazione coatta, alle modifiche intervenute nella compagine sociale.

È noto che la disposizione richiamata è stata introdotta, in sede di recepimento della Direttiva OPA, per “fotografare” una fattispecie concreta, all’epoca oggetto di un contenzioso “seriale”, nel quale si dibatteva sul problema della possibile qualificazione della violazione dell’obbligo di OPA, in termini di inadempimento contrattuale ovvero di mera violazione di una disciplina pubblicistica, onde stabilire se gli azionisti delusi per il mancato promovimento dell’offerta avessero diritto a un risarcimento del danno⁸. La “occasionalità” dell’intervento, d’altronde, traspare anche dalla rubrica dell’art. 110 novellato, là dove la locuzione “inadempimento degli obblighi” ha sostituito quella originaria “sospensione del diritto di voto”, che rispecchiava il contenuto dell’unico comma originario. L’uso del sostantivo “obbligo”, anziché “obbligazione”, tra l’altro, è stato ritenuto sintomatico di una presa di posizione del legislatore, nel senso della prevalenza di un approccio (meramente) “pubblicistico”, là dove il riferimento alla “obbligazione” evoca senz’altro un rapporto preesistente, di “doverosa cooperazione”, fra soggetti, quanto meno, determinabili⁹.

Ma si pensi anche ai poteri di intervento e di “reazione”, che le discipline speciali del credito e del risparmio ormai da tempo – e in modo sempre più intenso – riconoscono alla Consob e alla Banca d’Italia, anche in concorrenza con l’iniziativa privata. Storicamente, il pensiero corre ai poteri di impugnazione delle deliberazioni assembleari spettanti alla Consob, relativamente alle società quotate (artt. 110, 120, 121, 122 T.U.F.), e alla Banca d’Italia, per le società

⁸ La vicenda cui si allude nel testo è il “caso SAI-Fondiaria”, che ha dato origine alla questione della risarcibilità del danno subito dai potenziali destinatari di un’offerta pubblica di acquisto obbligatoria non promossa, in violazione dell’obbligo previsto dall’art. 106 T.U.F. A seguito di una singolare contrapposizione fra Tribunale e Corte d’Appello di Milano, la Corte di Cassazione ha accolto la tesi della sussistenza di un diritto degli azionisti delusi al risarcimento del danno. Cfr. Cass., 10 agosto 2012, n. 14400, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, II, 725, con nota di A. TUCCI, *La responsabilità per violazione dell’obbligo di OPA al vaglio della Cassazione*.

⁹ Il riferimento lessicale è, in realtà, tutt’altro che decisivo, sol che si ponga mente alla rubrica dell’art. 2932, cod. civ., il cui testo chiaramente regola l’*obbligazione* di concludere un contratto. Sulle questioni evocate nel testo, sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *La violazione dell’obbligo di offerta pubblica d’acquisto*, Milano, 2008.

bancarie e per gli intermediari abilitati ai servizi di investimento (artt. 24 T.U.B. e 14 T.U.F.), rispetto a vizi, per così dire, “ordinari” (*i.e.*, annullabilità), ma originati dall’inosservanza di disposizioni dettate anche a tutela del mercato, così realizzando quella che è stata chiamata l’etero-tutela degli investitori.

In questi casi, la disciplina di un ordinario rimedio civilistico è “piegata” al perseguimento di un interesse pubblico; donde anche gli adattamenti che la stessa subisce, ad esempio, per quanto riguarda il termine di decadenza dell’azione ovvero per l’irrelevanza del pregiudizio potenziale per l’emittente. Ma la fattispecie potrebbe anche essere descritta in una prospettiva “rimediale”, in termini di intervento suppletivo/sostitutivo dell’Autorità di vigilanza, al fine di attenuare gli effetti dei noti problemi di azione collettiva, nelle società ad azionariato diffuso, che, di fatto, precludono ai soci “minimi” l’esercizio dei diritti sociali, soprattutto ove subordinato al possesso di una soglia minima di partecipazione, o che, comunque, comportano un atteggiamento di “apatia razionale”, rispetto alle vicende sociali.

La “commistione” di problemi e di interessi emerge sovente nella prassi applicativa degli istituti evocati.

Così, ad esempio, il ricordato “arricchimento” dei poteri della Consob, nel caso di violazione dell’obbligo di offerta pubblica di acquisto, è stato ritenuto sintomatico dell’insussistenza di una situazione soggettiva “piena” degli azionisti delusi per la mancata offerta, ravvisandosi, piuttosto, un interesse legittimo al corretto esercizio dei poteri di intervento e di reazione, da parte dell’Autorità di settore¹⁰. Impostazione, questa, che chiaramente orienta l’indagine nella prospettiva di una tutela soltanto mediata, ovvero “occasionale”, di interessi privati, rispetto al preminente perseguimento di finalità di regolazione e “correzione” delle dinamiche del mercato del controllo societario¹¹.

Più di recente, nel settore bancario, è emerso il problema, per così dire, “speculare”, dell’ammissibilità di azioni individuali per realizzare obiettivi della vigilanza, con particolare riferimento alla questione della sussistenza di un diritto individuale del socio di società bancaria a che

¹⁰ Cfr. L. DELLA TOMMASINA, *Violazione dell’obbligo di o.p.a. e tutela degli azionisti esterni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 761.

¹¹ Cfr., già prima della novella, F. FERRO-LUZZI, *Regole «del mercato» e regole «nel mercato»: due vasi non comunicanti*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 207.

non partecipi all'assemblea un soggetto che abbia violato la disciplina in materia di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni rilevanti (artt. 19 e 22 TUB), in presenza di una scelta del legislatore di affidare all'Autorità di vigilanza la tutela dell'interesse alla sana e prudente gestione dell'impresa bancaria¹².

Queste rapide esemplificazioni parrebbero deporre nel senso di una possibile "indistinguibilità strutturale" fra applicazione pubblica e privata delle regole giuridiche.

In effetti, un'analisi che si arresti alla considerazione degli *strumenti applicativi* e dei *soggetti* legittimati ad attivarli potrebbe pervenire a una forse troppo "rapida" conclusione, nel senso del superamento della distinzione. Donde anche la convinzione che l'attribuzione a un'autorità amministrativa di poteri di intervento modellati sui tradizionali rimedi privatistici risulti preclusiva dell'azione privata, in qualche modo esaurendo lo spazio di tutela accordato alla situazione soggettiva, fermo restando il possibile sindacato dell'esercizio del potere, dinanzi al giudice (amministrativo ovvero anche ordinario)¹³.

3. *L'enforcement nel diritto privato regolatorio*

Nei settori regolati, le tematiche evocate hanno assunto peculiari connotazioni, per effetto della disciplina di matrice comunitaria e della sua evoluzione, nella prospettiva della armonizzazione massima e della progressiva espansione nel terreno dei rimedi, tradizionalmente estraneo all'intervento del legislatore comunitario.

Questa evoluzione ha condotto al superamento dell'originaria impostazione dell'architettura istituzionale europea, incentrata sulla contrapposizione fra produzione normativa e sua attuazione, con la finalità di raggiungere una sempre maggiore "armonizzazione" del diritto degli Stati membri¹⁴.

¹² Cfr. Trib. Genova 21 marzo 2017, in *Corr. giur.*, 2019, V, 680. Il provvedimento non ha, peraltro affrontato *ex professo* la questione evocata nel testo (ma cfr. le riflessioni, sul punto, di M. STELLA, *Tutela cautelare c.d. «pre-assembleare» finalizzata alla inibitoria del diritto di voto altrui*, in *Corr. Giur.*, 2019, V, 687 ss.).

¹³ Cfr., per questo approccio, L. DELLA TOMMASINA, *op. cit.*, in relazione al problema della violazione dell'obbligo di OPA.

¹⁴ Cfr., sul punto, H. W. MICKLITZ, *The Transformation of Enforcement in European Private Law: Preliminary Considerations*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2015,

La nuova strategia normativa dell’Unione Europea enfatizza la regolamentazione uniforme dei diversi mercati, puntando, anche a livello di *enforcement*, sull’azione delle autorità amministrative preposte al “governo” di quei mercati¹⁵.

Le ricadute di questa evoluzione istituzionale sono molteplici. In questa sede, rileva, principalmente, il mutamento di prospettiva nell’*enforcement* delle regole tradizionalmente appartenenti al dominio del diritto privato e, dunque, affidate all’iniziativa delle parti e alla tutela giurisdizionale dei diritti.

Nella prospettiva della “armonizzazione massima”, il decentramento dell’applicazione delle regole presenta il serio inconveniente di legittimare possibili diverse applicazioni del diritto (anche uniforme) di matrice comunitaria, anche sulla base di fattori, *lato sensu*, culturali, attinenti, cioè, alla diversa sensibilità giuridica degli attori delle diverse esperienze giuridiche, fra i quali, *in primis*, le autorità giudiziarie.

Significativa, al riguardo, è la vicenda applicativa delle regole di condotta nella prestazione dei servizi di investimento e, in particolare, il diverso approccio – nell’esperienza continentale e in quella britannica

IV, 491 ss.; F. CAFAGGI, P. IAMICELI, *op. cit.* Nel vigore della Direttiva MiFID I, cfr. la sentenza di C. Giust. UE, 30 maggio 2013, C-604/11 (*Genil 48 S L c. Bankinter S A*), per l’enunciazione del principio secondo cui «spetta all’ordinamento giuridico interno di ciascuno Stato membro disciplinare le conseguenze contrattuali del mancato rispetto degli obblighi in materia di valutazione previsti dall’articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 da parte di un’impresa di investimento che propone un servizio di investimento, fermo restando il rispetto dei principi di equivalenza e di effettività».

¹⁵ Cfr. A. IANNARELLI, *La direttiva sulle pratiche commerciali sleali business to business nella filiera alimentare: considerazioni introduttive in Liber amicorum Guido Alpa*, F. Capriglione (a cura di), Milano, 2019, 456, il quale ravvisa il momento di svolta nella strategia normativa comunitaria nella Direttiva 2005/29/CE, sulle pratiche commerciali sleali (cfr. il 21° *considerando*). Emblematica dell’approdo di questo nuovo modello sarebbe la Direttiva in materia di pratiche commerciali sleali nei rapporti tra imprese nella filiera alimentare, approvata dal Parlamento europeo il 12 marzo 2019 (Dir. 2019/633/UE), che si affida al “*public enforcement*” ovvero agli strumenti alternativi di risoluzione delle controversie, su opzione degli Stati membri (art. 7), tacendo del tutto sulla possibile attivazione di specifici rimedi privatistici. Con specifico riferimento alla protezione dei consumatori, la tendenza a un accentramento del *public enforcement* emerge nel Regolamento (CE) n. 2006/2004 sulla cooperazione tra le autorità nazionali responsabili dell’esecuzione della normativa che tutela i consumatori (“Regolamento sulla cooperazione per la tutela dei consumatori”).

– al problema della c.d. efficacia orizzontale (*i.e.*, nei rapporti con i clienti) delle regole di organizzazione dell’attività degli intermediari abilitati¹⁶, nonché alla “gerarchia” fra principi generali (*standards*) e regole di dettaglio (*rules*) nella valutazione della condotta degli intermediari, in ragione della diversa “sensibilità” degli operatori del diritto, rispetto all’applicazione diretta di principi e clausole generale, anche in funzione correttiva di regole puntuali¹⁷.

La crescente attribuzione alle autorità di vigilanza di strumenti di *enforcement* modellati su quelli tradizionalmente affidati alla tutela civilistica – non soltanto di carattere inibitorio, e con una tendenza espansiva, verso modelli di tutela collettiva – assume, dunque, un diverso significato, se inquadrata nel contesto di una strategia di politica del diritto, volta a contrastare le tendenze “centrifughe” dei singoli Stati membri¹⁸.

¹⁶ Cfr., soprattutto, *Grant Estates Ltd. v. Royal Bank of Scotland* [2012] CSOH 133. Per l’opposta impostazione, cfr., in termini molto netti, ACF, dec. 5.6.2017, n. 1, in relazione a riscontrate carenze organizzative nella gestione degli ordini di vendita impartiti dai clienti, in particolare, per l’affermazione secondo cui «con riferimento alla prestazione dei servizi di investimento l’art. 21, comma primo, lett. d), TUF [...] si atteggia indiscutibilmente, e fuori di ogni dubbio, quale disposizione che attribuisce rilievo diretto “nella regolamentazione dell’atto”, e dunque anche ai fini della esecuzione della relativa prestazione da esso nascente, “ai criteri di gestione (e organizzazione) dell’impresa”, così allora riconoscendo anche alla controparte contrattuale il diritto a pretendere che la prestazione sia erogata nel contesto di un’attività correttamente organizzata».

¹⁷ Si vedano, in generale, i saggi raccolti nel volume, a cura di D. BUSCH e G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017. In particolare, sugli aspetti segananti nel testo, cfr. i saggi di D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID I and MiFID II: The Genil Case and Beyond*, *ivi*, § 20, e di L. ENRIQUES, M. GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, *ivi*, § 4. Un problema di “disarmonia” nell’applicazione delle regole è stato riscontrato anche nel settore della concorrenza, nel quale, peraltro, si tratterebbe di applicare una disciplina comunitaria; donde la Direttiva 2014/104/UE. Cfr., su questi aspetti, F. GHEZZI, *L’efficacia dei poteri di enforcement delle autorità antitrust nazionali nella proposta di Direttiva europea e le possibili conseguenze sul sistema sanzionatorio italiano*, in *Riv. soc.*, 2017, V-VI, 965 ss. Per un esempio di applicazione “correttiva” di clausole generali, si veda la recente sentenza di Cass., Sez. Un., 4 novembre 2019, n. 28314, sul problema della contrarietà a buona fede dell’uso “selettivo” delle nullità di protezione, nei contratti bancari e di investimento.

¹⁸ Cfr. la Raccomandazione della Commissione europea, 11 giugno 2013 (2013/396/UE) “relativa a principi comuni per i meccanismi di ricorso collettivo di

Ne consegue un progressivo “arricchimento” delle funzioni che le autorità pubbliche devono perseguire, non più limitate alla tutela del mercato (in termini di stabilità, efficienza, concorrenza e correttezza dei comportamenti), ma anche dei soggetti che vi operano e, in particolare, dei soggetti “deboli” (consumatori, utenti, clienti, investitori).

Emblematica di questo mutamento di approccio è la novella del Testo Unico bancario, ad opera del d. lgs. 13 agosto 2010, n. 141, attuativo della direttiva 2008/48/CE, relativa ai contratti di credito ai consumatori, per quanto riguarda, in particolare, le finalità cui deve tendere l’esercizio dei poteri delle Autorità creditizie previsti dal titolo VI (art. 127)¹⁹, *in aggiunta* alle finalità generali della vigilanza, di cui all’art. 5 T.U.B. (che non contempla, come noto, la tutela dei clienti) e, appunto, l’arricchimento di quei poteri, non soltanto in una dimensione preventiva, ma anche, per così dire, compensativa o ripristinatoria (art. 128 *ter*)²⁰, oltre che mediante la valorizzazione dei sistemi stragiudiziali

natura inibitoria e risarcitoria negli Stati membri che riguardano violazioni di diritti conferiti dalle norme dell’Unione”, che, da un lato esalta il “valore” delle azioni collettive, a tutela di consumatori e utenti, nei settori regolati dal diritto comunitario, dall’altro sottolinea l’importanza dei sistemi alternativi di risoluzione delle controversie. In ogni caso, si fa salva la “coerenza” con le decisioni delle Autorità indipendenti, eventualmente investite del potere di accertare l’avvenuta violazione di norme dell’Unione (22° considerando) e si suggerisce di attribuire alle autorità pubbliche la legittimazione a proporre azioni rappresentative, in alternativa ovvero in aggiunta alle organizzazioni private (III.7). Un problema analogo è ora risolto dall’art. 840 *ter*, ult. co., c.p.c., rispetto alla nuova azione di classe, ove è previsto che – entro il termine di 30 gg. dalla prima udienza – il Tribunale «può sospendere il giudizio quando sui fatti rilevanti ai fini del decidere è in corso un’istruttoria davanti a un’autorità indipendente ovvero un giudizio davanti al giudice amministrativo». In termini generali, la riduzione dei margini di “sperimentazione” delle regole desumibili dalle disposizioni normative, nel caso in cui l’interpretazione e l’applicazione sia rimessa a un’autorità indipendente, anziché a un giudice, è analizzata da F. DENOZZA, *Norme efficienti. L’analisi economica delle regole giuridiche*, Milano, 2002, 115.

¹⁹ E si veda anche l’art. 146 T.U.B., in tema di “sorveglianza sui sistemi di pagamento”.

²⁰ Cfr. M. PERASSI, *Ruolo della Banca d’Italia e della Autorità Giudiziaria nel preservare l’integrità del sistema economico finanziario*, in *Banca imp. soc.*, 2014, II, 349 ss., il quale ritiene che la menzionata disposizione contenuta nell’art. 128 *ter* persegua una funzione ripristinatoria, di riaffermazione delle condizioni antecedenti a una violazione massiva e diffusa di una o più regole di trasparenza e correttezza.

di soluzione delle controversie (art. 128 *bis*)²¹.

Il fenomeno è stato icasticamente descritto in termini di “*administrative enforcement*” del diritto privato e ricondotto, appunto, alla “integrazione” degli obiettivi della vigilanza, con inclusione della tutela dei risparmiatori/consumatori²².

Nella prospettiva del diritto sostanziale, si assiste a una singolare ambivalenza di regole organizzative dell’attività di un’impresa, che opera in un mercato regolato ed è, dunque, soggetta alla vigilanza pubblica e al relativo *enforcement*. Al contempo, queste regole sono riferibili all’attuazione del rapporto obbligatorio fra intermediari e clienti, caratterizzando la prestazione attesa e, dunque, “esigibile” dal cliente, ferma restando la loro rilevanza nel rapporto “verticali”, con le autorità di vigilanza²³.

Peculiarità di queste regole di “diritto privato regolatorio” è di non essere espressione dell’autonomia dei privati, bensì di un preciso disegno di politica economica, nel cui contesto l’attribuzione di situazioni soggettive ai privati è strumentale al conseguimento di obiettivi pubblici, che, nel nostro ordinamento, possono senz’altro

²¹ Sul punto, cfr. A. ZOPPINI, *Appunti in tema di rapporti tra tutele civilistiche e disciplina della vigilanza bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, I, 26 ss., il quale ravvisa nelle previsioni del “nuovo” art. 127 T.U.B. un momento di sintesi fra le finalità della vigilanza sulla stabilità macroeconomica del mercato e l’esigenza di tutela informativa dei soggetti che operano nel mercato.

²² Cfr. H. W. MICKLITZ, *op. cit.*, 498. Sulla insussistenza di un “nesso sistematico diretto” fra finalità della vigilanza (che, ormai, include la tutela dei singoli) e i rimedi civilistici cfr., peraltro, le riflessioni di R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, Milano, 2012, p. 77, traendo spunto da C. Giust. UE, 12 ottobre 2004, C-222/02, in *Foro It.*, 2005, IV, 101, in merito all’insussistenza di un diritto dei singoli depositanti al risarcimento del danno, in caso di indisponibilità dei loro depositi imputabile a una vigilanza carente da parte delle autorità di settore. Nell’ambito della tutela dei consumatori, può ritenersi sintomatica della visione segnalata nel testo la disciplina della “tutela amministrativa contro le clausole vessatorie”, di cui all’art. 37 *bis*, cod. cons., incentrata sul *public enforcement* dell’AGCM, pur se circoscritto all’*accertamento* della vessatorietà delle clausole (cfr. anche il quarto comma). In argomento cfr., tra gli altri, E. MINERVINI, *La tutela amministrativa contro le clausole vessatorie nei contratti del consumatore*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 563 ss.; M. ANGELONE, *La nuova frontiera del «public antitrust enforcement»: il controllo amministrativo avverso le clausole vessatorie*, in *Rass. dir. civ.*, 2014, I, 16 ss.

²³ Cfr., soprattutto, O. CHEREDNYCHENKO, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, 2015, IV, 632, ove la sintetica descrizione in termini di “*European supervision private law*”.

trovare una “copertura” nella tutela del risparmio, *oggettivamente considerato*, sancita nell’art. 47 Cost., anche nella prospettiva “dinamica”, del suo investimento in strumenti di finanziamento di iniziative economiche²⁴. Si è in presenza di un approccio ben più “invasivo”, rispetto a quello, tradizionale, dell’integrazione delle fonti del regolamento contrattuale con regole eteronome, destinate a “correggere” e finanche a “indirizzare” l’esercizio dell’autonomia dei privati.

All’ampliamento dei poteri e delle finalità dell’azione delle autorità amministrative corrisponde soltanto in apparenza un rafforzamento delle situazioni soggettive o, quanto meno, non nel senso “tradizionale”, di tutela dei diritti su iniziativa del titolare, poiché l’autorità si trova a dover contemperare una pluralità di interessi, nell’esercizio di quello che resta pur sempre un pubblico potere.

Già si è fatto cenno al singolare potere di ordinare l’esecuzione in forma specifica dell’OPA obbligatoria, attribuito alla Consob e da esercitare tenuto conto, oltre che delle ragioni della violazione e, dunque, della situazione soggettiva dei mancati oblati, anche di profili di stabilità dei mercati (art. 110, co. 1 *bis*, T.U.F.). Ma problemi analoghi potrebbero porre i poteri di intervento su negoziazione e collocamento di prodotti finanziari successivi al recepimento della Direttiva MiFID II, la cui previsione risente del superamento dell’ideologia incentrata sulla fiducia verso la capacità del mercato e degli attori privati (emittenti, intermediari, investitori) di “selezionare” i prodotti finanziari, in virtù delle regole di trasparenza e di comportamento, in occasione e/o “a valle” della loro immissione nel mercato (mediante collocamento ovvero negoziazione)²⁵.

²⁴ Cfr. E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, E. Ginevra (a cura di), Torino, 2019, 108 ss., per il richiamo al disposto del secondo comma dell’art. 47 Cost. Per utili spunti – con specifico riferimento all’intervento sul contenuto del contratto, ma sulla base di considerazioni di portata più generale – cfr. M. SEMERARO, *Provvedimenti delle autorità indipendenti e patologie contrattuali*, in *Concorrenza e mercato*, 2012, 653 ss. (spec. § 4). Più in generale, cfr. S. MAZZAMUTO, *L’autonomia privata e la tutela del consumatore in Europa tra codice civile e Costituzione*, in *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, M.A. Sandulli (a cura di), Milano, 2005, 40 ss.

²⁵ Cfr., D. BUSCH, *Product Governance and Product Intervention under MiFID II/ MiFIR*, in D. BUSCH, G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets:*

Almeno un cenno merita, infine, il profilo della interazione fra *public e private enforcement*, in termini di “ibridazione” delle forme di tutela, riscontrabile nei casi in cui l’ordinamento prevede che un’authority amministrativa possa adottare provvedimenti volti a indennizzare i soggetti lesi da una condotta illecita, nello svolgimento di un’attività sottoposta alla vigilanza pubblica.

L’esempio, forse, più eclatante è offerto dalla previsione, nella *section 404 del Financial Services And Markets Act*, del potere dell’Autorità di vigilanza sui mercati finanziari (*Financial Conduct Authority – “FCA”*) di imporre agli intermediari di adottare un “*consumer redress scheme*”, nel caso in cui risultino diffuse e reiterate violazioni di regole di condotta, dalle quali sia derivato o possa derivare ai clienti un danno, suscettibile di tutela dinanzi all’authority giudiziaria. L’aspetto singolare di questo incisivo “rimedio pubblicistico” è proprio la singolare “ibridazione” dello strumento di tutela, la cui attivazione è rimessa sì all’iniziativa dell’Authority di vigilanza, ma sulla base di una valutazione prognostica del possibile esito di un’iniziativa giudiziaria da parte degli investitori²⁶.

MiFID II and MiFIR, Oxford, 2017, § 5.41; H. W. MICKLITZ, *op. cit.* 571 ss., il quale segnala anche le situazioni nelle quali l’Authority stabilisce “priorità” nelle azioni di *enforcement* da intraprendere, come accade nel diritto antitrust per l’abuso di posizione dominante. L’interesse protetto è, in questi casi, il mercato nel suo complesso, non (direttamente) il singolo operatore del mercato o consumatore. Nella letteratura giuridica italiana, cfr. G. GUIZZI, *Attualità e prospettive nel sistema della tutela del risparmio*, in *Corr. Giur.*, 2016, IV, 745 ss. *In questo contesto, assume particolare rilievo anche l’espansione del rimedio inibitorio a tutela dei consumatori, nella Direttiva n. 1998/27/CE, poi sostituita dalla Direttiva 2009/22/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2009, relativa a provvedimenti inibitori a tutela degli interessi dei consumatori, che contempla la possibilità, per gli Stati membri, di attribuire i poteri inibitori ad autorità pubbliche indipendenti preposte alla tutela dei consumatori ovvero a organizzazioni rappresentative degli interessi collettivi dei consumatori (10° considerando).*

²⁶ Su questo aspetto, cfr. O. CHEREDNYCHENKO, *op. cit.*; F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules*, London, 2019, 98 ss. il quale descrive l’istituto in termini di «*public driven private enforcement mechanism*». Non è escluso – pur se circoscritto – un successivo “riesame” giudiziario, su iniziativa degli investitori (cfr. la *section 404 D*). Soltanto per l’ultimo dei profili segnalati nel testo, può essere ricordata la recente previsione, nel nostro ordinamento, del “Fondo di Indennizzo dei Risparmiatori”, che abbiano subito un pregiudizio in ragione di in ragione di “violazioni massive” degli obblighi di condotta nella prestazione dei servizi di investimento, da parte di banche poste in liquidazione

In una logica non troppo dissimile può essere inquadrata la menzionata disposizione contenuta nell'art. 128 *ter*, T.U.B., che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di ordinare agli intermediari la restituzione delle somme indebitamente percepite, ove, nell'esercizio dei poteri di controllo previsti dal precedente art. 128, emergano irregolarità. In questo caso, in effetti, l'intervento dell'Autorità di vigilanza potrebbe condurre a un risultato, sostanzialmente, non dissimile da quello di un'azione restitutoria, intentata dal singolo risparmiatore, dinanzi all'autorità giudiziaria.

Il problema dell'effettività dei mezzi di tutela civilistica, anche rispetto all'attività delle autorità di settore, si pone, infine, in termini peculiari nel contesto della tendenza, da parte del legislatore comunitario, a favorire i sistemi stragiudiziali di risoluzioni delle controversie, testimoniato dall'emanazione della Direttiva 2013/11/EU²⁷. Significativa, al riguardo, è la previsione dell'art. 75 della Direttiva MiFID II, che impone agli Stati membri l'adozione di procedure "efficaci ed effettive" per la soluzione stragiudiziale delle controversie relative alla prestazione dei servizi di investimento, alle quali gli intermediari sono tenuti ad aderire, con particolare enfasi sulla collaborazione fra gli organismi previsti nei diversi Stati membri.

La valorizzazione dei sistemi di ADR può condurre a una tutela più rapida ed efficace delle situazioni soggettive di consumatori e risparmiatori – anche rispetto a violazioni che, non arrecando un pregiudizio *individualmente* apprezzabile, più raramente approdano nelle aule di giustizia –, forse anche riducendo a tendenza "centrifuga" propria dell'intervento giurisdizionale "decentrato", anche grazie alle forme di coordinamento degli organismi presenti nei diversi Stati membri.

Un ruolo non secondario ed estremamente delicato svolgono, in

coatta amministrativa. Si vedano, in particolare, i poteri attribuiti alla Commissione Tecnica dall'art. 7 del D.M. 10 maggio 2019, in applicazione delle disposizioni di cui all'art. 1, commi da 493 a 507, della legge 30 dicembre 2018, n. 145.

²⁷ Cfr. anche F. CARPI, *Servizi finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, 1049 ss., per il rilievo secondo cui «sia il legislatore comunitario sia il legislatore italiano mostrano di privilegiare i mezzi alternativi di soluzione delle liti in materia di servizi d'investimento, rispetto al processo ordinario, ritenendo le procedure di conciliazione e di arbitrato, non ad hoc ma regolamentate, più consone alla tutela dell'investitore».

questo contesto, le autorità di vigilanza, che concorrono all'amministrazione di questi organismi e, al contempo, traggono dai "responsi" dei collegi giudicanti elementi informativi per l'esercizio dei poteri di vigilanza. Donde la sensazione che i sistemi di ADR in ambito finanziario siano, al contempo, organismi decisori di controversie, secondo diritto, e istituzioni della trasparenza e dell'informazione dei clienti, che integrano e completano il sistema delle fonti, "orientando" le condotte degli attori del mercato, anche a prescindere da una controversia attuale o, comunque, dalla sua definizione²⁸. Funzione ulteriore, da taluno riscontrata, sarebbe quella di "completare" e integrare, per così dire, "dal basso", il sistema della vigilanza di settore, posto che le decisioni dell'Arbitro «integrano il più ampio quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo»²⁹.

È, questo, come noto, un aspetto molto discusso – anche con tono polemico –, all'indomani dell'istituzione dell'ABF nel nostro ordinamento, in ragione dei timori di una scarsa autonomia dell'Arbitro dalla Banca d'Italia, con possibile pregiudizio della terzietà dell'Organo giudicante e, in definitiva, delle situazioni soggettive di intermediari e clienti³⁰.

4. Funzione ed efficacia dei rimedi

All'esito di questa sia pur sommaria ricognizione dei profili evolutivi dell'*enforcement* nei mercati regolati può avere senso

²⁸ Così, ad esempio, i Collegi dell'ABF hanno il potere di fornire, in sede di decisione (ma indipendentemente dall'esito del ricorso), «indicazioni volte a favorire le relazioni fra intermediari e clienti» (cfr. le "Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari", emanate dalla Banca d'Italia, Sez. VI.3).

²⁹ *Disposizioni*, cit., Sez. I.1. Cfr., per questa impostazione, F. AULETTA, *La giustizia interna al sistema di vigilanza: funzioni e forme dell'Arbitro*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, in *La trasparenza bancaria venticinque anni dopo*, A. Barenghi (a cura di), Napoli, 2018, 418; ID., ... *il sole e l'altre stelle: è la giurisdizione quella del «sistema» dell'ABF?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 791; P. SIRENA, *Il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, in *Osservatorio di diritto civile e commerciale*, 2017, 12.

³⁰ Sul punto si rinvia, per riferimenti, ad A. TUCCI, *L'Arbitro Bancario Finanziario tra trasparenza bancaria e vigilanza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 623 ss.

interrogarsi sugli spazi residui per l'autotutela civilistica e sulla possibilità di mantenere ferma la tradizionale contrapposizione degli strumenti di tutela, a fronte di uno paventato progressivo “arretramento” della tutela giurisdizionale dei rapporti economici nei mercati regolati.

Al riguardo, si è osservato, innanzi tutto, che l'azione delle autorità di vigilanza – anche a seguito delle recenti “metamorfosi” sopra tratteggiate – non sopprime l'imprescindibilità del ricorso alla giurisdizione ordinaria, ai fini di una tutela “piena” (cautelare, di cognizione ed esecutiva) delle posizioni giuridiche soggettive lese da condotte che abbiano violato regole di trasparenza e correttezza. In particolare, difficilmente “delegabile” alle autorità di settore sarebbe il rimedio risarcitorio, anche soltanto in ragione della complessità delle prove sovente richieste ai fini della dimostrazione e della quantificazione del danno, nonché per la ricordata compresenza, nella disciplina di settore, di regole puntuali e di clausole generali, che rinviano a un accertamento, caso per caso, della specifica vicenda negoziale³¹.

Può aggiungersi che la già ricordata “ambivalenza” delle regole organizzative dell'attività d'impresa dei soggetti abilitati accresce gli spazi per una tutela giurisdizionale, su iniziativa dei clienti, senza contrastare l'azione “parallela” delle autorità, potendo, anzi, trarre giovamento anche dall'esercizio dei poteri ispettivi e sanzionatori³².

³¹ In questi termini: M. PERASSI, *op. cit.*, 360 ss. Per analoghe considerazioni, con riferimento al diritto antitrust, cfr. P. FABBIO, *Note sull'efficacia nel giudizio civile delle decisioni delle autorità della concorrenza nazionali dopo il Decreto enforcement (d.lgs. 19 gennaio 2017, n. 3)*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, II, 381. Un riscontro normativo a questo rilievo può essere individuato nel disposto del quarto comma dell'art. 37 *bis*, cod. cons. («è fatta salva la giurisdizione del giudice ordinario sulla validità delle clausole vessatorie e sul risarcimento del danno»). L'intervento “preventivo” dell'AGCM, in effetti, risulta “strutturalmente” inidoneo a procedere anche a forme di accertamento *in concreto*, ad esempio, incentrate sulla sussistenza di una trattativa individuale.

³² Una vicenda per molti aspetti emblematica ha riguardato la negoziazione “massiva” di strumenti finanziari derivati, da parte di intermediari finanziari, all'inizio del millennio, che ha talora condotto all'accertamento di violazioni delle regole organizzative, per molti aspetti, agevolando la comprensione di un fenomeno che potrebbe, per contro, non emergere nella dimensione “atomistica” delle singole controversie fra intermediari e clienti. Cfr. il provvedimento di App. Milano, 13 novembre 2008, in *Giur. it.*, 2009, VII, 1693, che ha confermato la legittimità delle

Più complesso è il problema degli spazi residui per l'autotutela civilistica, nei casi in cui l'ordinamento di settore contempra un "rimedio" pubblicistico, in tal modo, apparentemente, esauendo il bisogno di tutela.

Al riguardo appare preferibile un'impostazione che mantenga ferma la distinzione tra la *funzione* sottesa alle regole e agli istituti giuridici (la "*funzione normativa*") e gli *effetti pratici della loro applicazione* (la "*efficacia sociale*")³³.

Per vero, come dovrebbe essere emerso dalle riflessioni sin qui svolte, allorché l'ordinamento accorda a un'autorità pubblica poteri di intervento e di correzione delle iniziative private, il problema percepito e regolato è pur sempre la tutela diretta e immediata di interessi pubblici o, comunque, il contemperamento di una pluralità di interessi. L'eventuale risultato ripristinatorio di un pregiudizio cagionato a soggetti privati attiene, dunque, pur sempre al profilo – appunto, empirico – della *efficacia sociale* dell'intervento pubblico.

Parimenti, l'autotutela privata ha la funzione di accordare un "rimedio" a un interesse egoistico e l'eventuale "complementarietà" di siffatta iniziativa, rispetto alla tutela di interessi pubblici, attiene anch'essa alla efficacia sociale dell'istituto o delle regole, senza

sanzioni comminate dalla Consob a una banca, per «la mancata adozione di procedure di ingegnerizzazione idonee a formare prodotti derivati OTC idonei a coprire i rischi degli operatori qualificati ai quali erano destinati, nonché a giustificare, con criteri *ex ante* suscettibili di ricostruzione, le condizioni applicate alla clientela (c.d. meccanismo di *pricing*)». In argomento cfr. B. INZITARI, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. rimodulazioni*, *Giur. it.*, 2009, VII, 1704. Per un approfondimento del problema dei rapporti fra regole di organizzazione dell'attività e rapporto obbligatorio fra intermediari e clienti sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 363 ss.

³³ Cfr. M. BARCELLONA, *Funzione e struttura della responsabilità civile: considerazioni preliminari sul «concetto» di danno aquiliano*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2004, II, 213 ss.; ID., *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust)*, cit., 67, per la precisazione che la *funzione normativa* «designa il tipo di problema a partire dal quale l'ordinamento ha ritenuto di fronteggiare un ambito di complessità del suo ambiente e le modificazioni dirette (simmetriche e specifiche) che le soluzioni apprestatevi inducono; la seconda, invece, designa i processi ulteriori (asimmetrici e diffusi) che l'operatività di un dispositivo normativo mette in movimento nell'ambiente sociale».

penetrare nella funzione normativa, ossia nel problema percepito e regolato dall'ordinamento giuridico, mediante l'attribuzione di una situazione soggettiva e degli strumenti di reazione contro la sua lesione.

Emblematica di questa distinzione è la richiamata disciplina dei poteri della Consob nel caso di “inadempimento degli obblighi” di OPA, contenuta nell'art. 110 T.U.F.

La disciplina – che si segnala per gli ampi margini di discrezionalità che parrebbe attribuire all'Autorità di vigilanza – regola pur sempre l'apparato sanzionatorio *di settore*, prevedendo una sorta di singolare esecuzione in forma specifica, rimessa alla discrezionalità della Consob, che dovrà esercitare il potere a essa attribuito in un'ottica di tutela degli investitori e del mercato nel suo complesso (art. 91 T.U.F.), anche alla luce degli eventi sopravvenuti.

La prospettiva “settoriale” del Testo Unico non esime l'interprete dal valutare la possibilità di un raccordo fra le sanzioni previste dalla legislazione speciale e i principi generali desumibili dal diritto delle obbligazioni. In proposito, sembra tuttora possibile affermare che l'*obbligatorietà* di una condotta attiva (la promozione dell'offerta, secondo le modalità puntualmente scandite dalla legge), sia *funzionale* ad attribuire a soggetti determinati un'*opportunità*, consistente nel pervenire a una consapevole decisione circa un'operazione di disinvestimento e, eventualmente, nel realizzare quella operazione, con la cooperazione (anche) del soggetto (che diventa allora) obbligato ad acquistare, in un contesto alternativo rispetto al mercato. Al contenuto positivo dell'obbligo gravante sul soggetto che abbia superato la soglia rilevante sembra, dunque, fare riscontro l'attribuzione ai beneficiari della condotta imposta dalla legge di una «pretesa giuridicamente tutelata», secondo lo schema del *rapporto obbligatorio*. L'inattuazione del rapporto, pertanto, pone il problema della responsabilità da inadempimento, ai sensi dell'art. 1218 c.c.

Certo, *in concreto*, la responsabilità potrà essere esclusa, ove risulti che dall'inadempimento non è conseguito alcun danno, eventualmente anche per effetto della tempestiva applicazione delle sanzioni. Ma a questa conclusione si potrà pervenire esclusivamente applicando le regole di cui agli artt. 1223 ss. cod. civ., non già invocando la «esaustività» delle *sanzioni* previste dall'art. 110 T.U.F., la cui funzione normativa non è quella di reintegrare il patrimonio dei soggetti lesi, pur potendo, in concreto, realizzare questo effetto.

L'impostazione in questa sede patrocinata trova un significativo riscontro nella giurisprudenza amministrativa, che si è occupata dell'esercizio dei poteri attribuiti all'AGCM dalla l. n. 287/90. In particolare, nel caso "Sky vs. Conto TV", il Consiglio di Stato (sent. n. 4773/2014) ha riformato la sentenza del T.A.R. Lazio (n. 3964/2011), che aveva annullato la delibera con la quale l'AGCM aveva reso obbligatori gli impegni presentati da Sky Italia, ai sensi dell'art. 14 ter, l. n. 287/90, chiudendo il procedimento nei confronti della predetta Società, senza accertare la violazione dell'articolo 82 del Trattato CE (art. 102 TFUE).

Il T.A.R. Lazio aveva attribuito rilevanza decisiva alla circostanza per cui gli impegni presentati e accettati dall'AGCM non fossero idonei rimuovere gli eventuali effetti pregiudizievoli già prodotti; il che avrebbe comportato l'obbligo, per l'Autorità, di concludere il procedimento, accertando l'eventuale sussistenza dell'infrazione, in ragione "dell'eventuale valenza probatoria che tale accertamento, compiuto dall'Autorità istituzionalmente competente, potrebbe avere in un contenzioso civile di risarcimento del danno".

Il Consiglio di Stato ha disatteso questa impostazione, enunciando il principio secondo cui «gli strumenti di *public enforcement* e *private enforcement* operano su piani autonomi e distinti, e pertanto non vanno sovrapposti, essendone diverse sia la natura, sia la finalità perseguita; se i primi svolgono una funzione tipicamente "punitiva" ed "afflittiva" e sono finalizzati primariamente a garantire l'interesse pubblico ad un assetto concorrenziale dei mercati, i secondi possono essere attivati davanti al giudice civile dal privato eventualmente leso da una condotta anticoncorrenziale, al fine di ottenere il risarcimento del danno; ne consegue che la pretesa del privato al corretto esercizio della funzione punitiva propria del *public enforcement*, pur costituendo un interesse giuridicamente rilevante, non ha la consistenza e la pienezza del diritto soggettivo»³⁴.

³⁴ C. Stato, sez. VI, 22 settembre 2014, n. 4773 (si veda, in particolare, il § 19, ove il rilievo che "l'espressione «*private (antitrust) enforcement* » fa riferimento all'applicazione delle regole antitrust in una controversia giudiziale. Si differenzia dunque dal «*public enforcement*» che consta invece dall'applicazione delle regole antitrust da parte delle Autorità di concorrenza nazionali e della Commissione Europea, le quali agiscono a tutela dell'interesse pubblico alla concorrenzialità del mercato. Nel *private enforcement* le regole di concorrenza vengono invocate da un

In questa prospettiva, assume un diverso significato l’affermazione ricorrente, secondo cui l’iniziativa privata svolge un ruolo complementare, rispetto a quella pubblica³⁵.

L’enunciazione, forse, più nota di questo approccio si deve alla

soggetto per tutelare una situazione giuridica soggettiva che si ritiene lesa da una condotta anticompetitiva”). Su questi aspetti cfr., in termini generali, M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell’Unione europea*, Milano, 2014, spec. 460-461, per l’analisi dei rapporti fra tutela amministrativa e tutela privata, nonché – con specifico riferimento alla decisione in esame – G. FONDERICO, *op. cit.* Sul ruolo del *private enforcement* dopo l’attuazione della Direttiva 104/2014/UE, cfr., da ultimo, V. MELI, *Introduzione al d.leg. 19 gennaio 2017 n. 3, di attuazione della dir. 2014/104/UE sul risarcimento dei danni per violazione della normativa antitrust*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, I, 117. Un approccio non dissimile ha condotto, di recente, la Corte Costituzionale a negare che l’Autorità garante della concorrenza possa essere giudice *a quo*, rispetto alla questione di legittimità costituzionale (nel caso di specie, l’art. 93-ter, comma 1-bis della legge 16 febbraio 1913 n. 89, introdotto con la legge 27 dicembre 2017, n. 205). La Consulta ha osservato, tra l’altro, che «l’AGCM al pari di tutte le amministrazioni, è portatrice di un interesse pubblico specifico, che è quello alla tutela della concorrenza e del mercato [...], e quindi non è in posizione di indifferenza e neutralità rispetto agli interessi e alle posizioni soggettive che vengono in rilievo nello svolgimento della sua attività istituzionale». A supporto di queste conclusioni, la Corte adduce, tra l’altro, «l’ampio margine di discrezionalità amministrativa che connota istituti quali le autorizzazioni in deroga di intese vietate, l’accettazione degli «impegni» e i c.d. programmi di clemenza (rispettivamente, art. 4, 14 ter e 15, comma 2 bis, legge antitrust)» (C. Cost., n. 13/2019, cit.). Cfr., sul punto, le condivisibili osservazioni di A. IANNARELLI, *L’autorità garante e la tutela della concorrenza: tra interesse «pubblico» e interesse «generale»*, in *Foro It.*, 2019, I, 1533.

³⁵ Al riguardo, appare, peraltro, condivisibile il rilievo di chi ha suggerito di utilizzare, piuttosto, l’aggettivo “complementare”, nel senso che l’iniziativa privata è sì vista con favore dal legislatore (interno e comunitario), purché non interferisca con l’azione pubblica, che ha pur sempre carattere preminente, appunto, in ragione degli interessi da questa tutelati. Cfr., per il rilievo, G. FONDERICO, *op. cit.*, anche sulla scia di M. LIBERTINI, *Diritto della concorrenza dell’Unione europea*, cit. L’enfasi sulla necessaria “interazione” fra iniziativa “egoistica” del soggetto leso e intervento dei pubblici poteri è, d’altronde, un “luogo comune” anche al diritto del mercato finanziario, nell’esperienza statunitense. Il *leading case*, generalmente citato, è *J.I. Case v. Borak*, 377 US 426 (1964), in cui la Corte Suprema riconobbe un *private right of action* per la violazione della disciplina federale in tema di voto per delega (*proxy voting*), affermando che «private enforcement of the proxy rules provides a necessary supplement to Commission action». Per riferimenti, sia consentito il rinvio ad A. TUCCI, *Le deleghe di voto nelle public companies statunitensi*, in *Dir. comm. int.*, 1998, I, 430 ss.

celebre sentenza *Courage*, nella quale la Corte di Giustizia ha affermato che l'azione del singolo danneggiato per la violazione della disciplina comunitaria sulle intese restrittive della concorrenza è indispensabile per assicurare la "piena efficacia" (*effet util*) dell'(allora) art. 81 del Trattato³⁶.

Emblematici di questa visione sono, d'altronde, il terzo e il sesto considerando della *Direttiva 2014/104/UE*³⁷, sul risarcimento dei danni per violazione della normativa antitrust, nei quali ricorre con enfasi il richiamo alla necessità di una interazione dell'iniziativa "pubblica" e di quella "privata", per assicurare la "massima efficacia" delle regole di concorrenza.

Se si condividono le considerazioni sin qui svolte, la riscontrata complementarità attiene pur sempre agli effetti pratici dell'esercizio dell'azione ovvero dei poteri pubblici, piuttosto che alla loro *funzione normativa*³⁸.

³⁶ C. Giust. UE, 20 settembre 2001, C-453/99, *Courage c. Crehan*. Trattasi, come noto, del *leading case* sul *private enforcement* del diritto antitrust, che, assieme alla più recente decisione della C. Giust. UE, 13 luglio 2006, C-295/04, *Manfredi c. Lloyd Adriatico*, costituiscono il "manifesto" della funzione del *private enforcement* del diritto antitrust, in termini di ausilio alla effettività della disciplina (sul punto, criticamente, M. BARCELLONA, *Funzione compensativa della responsabilità (e «private enforcement» della disciplina antitrust)*, in *Funzioni del diritto privato e tecniche di regolazione del mercato*, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), 58 ss.

³⁷ Il terzo considerando afferma che «per una piena efficacia degli articoli 101 e 102 TFUE, ed in particolare per realizzare l'effetto concreto dei divieti da essi previsti, è necessario che chiunque, compresi consumatori e imprese o autorità pubbliche, possa richiedere un risarcimento dinanzi alle autorità giudiziarie nazionali per i danni subiti a causa di una violazione di tali disposizioni». Il sesto considerando precisa che «per garantire un'efficace applicazione a livello privatistico a norma del diritto civile e un'efficace applicazione a livello pubblicistico da parte delle autorità garanti della concorrenza, i due canali devono interagire in modo da assicurare la massima efficacia delle regole di concorrenza. È necessario dettare regole per coordinare in modo coerente queste due forme di applicazione, ad esempio in relazione alle modalità di accesso a documenti in possesso delle autorità garanti della concorrenza. Tale coordinamento a livello di Unione permetterà inoltre di evitare divergenze fra le norme applicabili, che potrebbero compromettere il corretto funzionamento del mercato interno».

³⁸ Cfr., peraltro, F. CAFAGGI, H. W. MICKLITZ, «Enforcement» pubblico e privato nel diritto dei consumatori, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), *op.cit.*, 328, i quali ritengono che *la regolazione amministrativa e l'enforcement privato possano entrambi perseguire funzioni di regolazione e di compensazione, ancorché secondo*

Considerazioni non dissimili possono essere svolte anche rispetto ai “nuovi” poteri attribuiti alla Banca d’Italia a tutela dei clienti, rispetto alle violazioni delle regole in materia di trasparenza bancaria (art. 128 *ter*, T.U.B.). La tutela del cliente rappresenta un aspetto importante nell’azione di vigilanza, poiché la sfiducia, conseguente alla scarsa trasparenza e alla scorrettezza, mina la sana e prudente gestione degli intermediari e la stabilità del sistema, sebbene, a rigore, l’esercizio dei poteri in questione non presupponga l’accertamento della minaccia agli interessi protetti dall’art. 5 T.U.B., pur dovendo svolgersi “avuto riguardo” anche delle finalità indicate nelle disposizioni ivi contenute. Non sembra, dunque, corretto ravvisare nella tutela degli interessi del singolo cliente la funzione normativa dei poteri accordati all’Autorità di vigilanza, che si trova pur sempre a dovere “amministrare” una pluralità di interessi pubblici, anche potenzialmente confliggenti, come sta emergendo nella stagione della crisi.

Soltanto apparente risulta, pertanto, la contraddizione fra l’enfasi sulla tutela del cliente/investitore, quale conseguenza dell’emersione della dimensione *imprenditoriale* dell’attività bancaria, e la recente “compressione” di questa tutela, nel contesto delle procedure di gestione delle crisi bancarie³⁹.

Una visione “maliziosa” potrebbe indurre ad affermare che la tutela dei clienti/investitori è percepito come un interesse meritevole di protezione nelle fasi espansive dei mercati di riferimento, nel contesto di una esaltazione della dimensione privatistica dell’attività bancaria e

modalità diverse, ma complementari; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, 2011, 162, per il rilievo secondo cui «sanzioni pecuniarie amministrative e civili pur differenziandosi sul piano *strutturale* presentano caratteri omogenei su quello *funzionale*: si tratta infatti di tecniche normative teleologicamente orientate a realizzare un disegno di controllo sociale delle condotte degli attori del mercato e quindi a influire sul ruolo svolto dai diversi soggetti summenzionati nel processo di produzione, diffusione e controllo delle informazioni». *Per una diversa impostazione cfr., invece, M. LIBERTINI, Il ruolo complementare di «private» e «public enforcement» in materia di antitrust, M. Maugeri, A. Zoppini (a cura di), op.cit., 191.*

³⁹ Emblematica è la questione della legittimazione passiva della banca cessionaria, rispetto alle pretese risarcitorie di azionisti della banca risolta, incentrate sulla violazione della disciplina dell’offerta al pubblico, in sede di emissione e collocamento delle azioni poi “azzerate”. Cfr. le decisioni di Trib. Milano, 8 novembre 2017, ABF, 31 gennaio 2018, n. 235; ABF, 10 gennaio 2018, n. 175, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, II, 570 ss.

finanziaria. Non così nelle fasi recessive, allorché il profilo dell'impresa emerge in una diversa dimensione, quella, appunto, della crisi, la cui gestione comporta una “ri-pubblicizzazione” dell'impresa (quanto agli strumenti e ai soggetti deputati a gestirla), anche con sacrificio dei clienti/investitori, la cui tutela torna a essere quella indiretta o riflessa, ossia conseguente alla salvaguardia della stabilità delle imprese e del mercato nel suo complesso⁴⁰.

È, però, forse preferibile una lettura che tenti di “armonizzare” questi aspetti apparentemente confliggenti, proprio nella prospettiva della disciplina della *impresa bancaria* (o finanziaria) e del mercato in cui questa opera e della relativa disciplina, nel cui contesto è possibile tentare di ricostruire le situazioni soggettive dei clienti/investitori, i quali, a ben vedere, altro non sono se non *alcuni* dei portatori di interessi giuridicamente rilevanti nel mercato regolato. La tutela accordata a questi soggetti (e, di riflesso, l'individuazione della situazione soggettiva), dunque, deve essere ricostruita alla luce della disciplina complessiva del mercato regolato e dei preminenti interessi da questa protetti e perseguiti. Il che, a ben vedere, potrebbe indurre – in una più ampia prospettiva d'indagine, che, in questa sede, è possibile soltanto indicare – a un ripensamento delle tradizionali ricostruzioni unitarie del soggetto e dei rimedi, conducendo a una inevitabile frammentazione, salvo tentare una ricomposizione “settoriale”.

Riprendendo, dunque, la questione da cui la presente riflessione ha preso le mosse, può dirsi che la distinzione fra public e private *enforcement* tende a sfumare e a divenire quasi impercettibile, se incentrata, in termini strutturali, sulla tipologia di “applicazione” delle regole (preventiva/successiva; risarcitoria/restitutoria/inibitoria) ovvero anche sul soggetto titolare del diritto/potere. Apparentemente anche l'interesse protetto non risulta decisivo. Se, invece, si ha riguardo ai profili funzionali della im/mediatezza e della non/strumentalità della tutela accordata/attivata, il senso della distinzione permane e può

⁴⁰ Al di là di qualsiasi connotazione psicologica, il rilievo formulato nel testo non è del tutto privo di riscontri empirici, anche in una dimensione diacronica, sol che si rammenti la genesi storica della legislazione bancaria italiana del 1936-38, certo non particolarmente attenta ai profili di tutela *individuale* del cliente (oltre che, per vero, di concorrenzialità del mercato). In tempi di crisi più recenti, d'altronde, il coordinamento europeo del sistema di vigilanza confluisce, “inesorabilmente”, nella vigilanza macro-prudenziale, per la prevenzione di rischi sistemici.

costituire un utile criterio di orientamento dell'interprete, anche nella soluzione di questioni applicative.

ADR e controllo conformativo dell'attività di impresa

SOMMARIO: 1. ADR e mercato tra efficienza e conformazione dell'attività di impresa. Delimitazione del campo. Mercati regolati e ADR. Polisemia del vocabolo conformazione. – 2. *Segue.* Funzioni paragiurisdizionali nel mercato delle comunicazioni a confronto. – 3. Conformazione del mercato e conformazione dell'attività d'impresa. Il ruolo dell'ABF. – 4. *Segue.* Costo complessivo del credito al consumo e polizze assicurative. – 5. *Segue.* Estinzione anticipata e diritto al rimborso. – 6. Il ruolo dell'ACF. – 7. Conclusioni.

1. ADR e mercato tra efficienza e conformazione dell'attività di impresa. Delimitazione del campo. Mercati regolati e ADR. Polisemia del vocabolo conformazione

Il sistema delle risoluzioni stragiudiziali delle controversie, anche alla luce della disciplina comunitaria, ha subito una forte accelerazione negli ultimi anni¹. Nella prospettiva del legislatore comunitario, le ADR rilevano anzitutto quali ulteriori strumenti di tutela messi a disposizione del cliente al fine di risolvere celermente e senza i costi propri della giustizia ordinaria la lite con la controparte, di modo che la relazione contrattuale possa proseguire. Nella prospettiva del legislatore interno, che peraltro assai spesso ha reso il procedimento dinanzi a questi organismi condizione per potere accedere alla tutela giurisdizionale, la loro stessa implementazione è stata vista (forse) anche come una ottima via per far fronte alla crisi della giustizia, che vede nelle lungaggini processuali una concausa².

¹ Costituisce un chiaro esempio del rafforzamento dello strumento la direttiva ADR 2013/11/UE sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori recepita nel nostro ordinamento con il d.gs. n. 130/2015: in argomento, tra gli altri, G. RECINTO, *Foro del consumatore e clausole di predeterminazione dell'Organismo ADR: le novità derivanti del d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130, e l'occasione per ripensare la relazione tra strumenti di deflazione del contenzioso, da un lato, e giustizia, statale o privata, dall'altro*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 118 ss.; P. BARTOLOMUCCI, *La nuova disciplina delle procedure di risoluzione alternativa delle controversie in materia di consumo: il d.lgs. n. 130/15 e le modifiche del codice del consumo*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 494 ss.

² Un quadro completo del variegato mondo delle ADR è offerto da G. ALPA, *Commissione di studio per l'elaborazione di una organica disciplina volta alla «degiurisdizionalizzazione»*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 793 ss.

È chiaro che, stante la loro idoneità a risolvere celermente il conflitto tra le parti, così garantendo che la relazione non subisca una battuta d'arresto, tutti gli organismi di risoluzione stragiudiziale delle controversie possono diventare rilevanti sul piano del corretto funzionamento dei mercati nella prospettiva efficientistica che è propria di un legislatore neoliberale. In questa prospettiva, dunque, rileverebbero sia le ADR c.dd. conciliative, che vedono nella mediazione il loro modello di riferimento, sia le ADR c.dd. valutative, che vedono il loro modello di riferimento nell'arbitrato³.

Altra cosa è però il controllo conformativo dell'attività di impresa. Altra cosa, in quanto ciò che in questa prospettiva rileva è l'idoneità dell'ADR a incidere sulle condotte degli agenti, conformandole per il futuro. Su tale piano, possono assumere un ruolo centrale soltanto le ADR c.dd. valutative. Le altre, quelle c.dd. conciliative, pur prevedendo l'intervento di un terzo, conducono tendenzialmente alla conclusione di accordi tra le parti in lite con funzione di deflazione del contenzioso. Si tratta pur sempre di accordi rilevanti sul piano della autonomia negoziale dei contraenti, che, riguardati in una prospettiva di regolazione dei mercati, vengono in considerazione esclusivamente quali strumenti idonei a risolvere il conflitto in maniera veloce, senza la necessaria rottura della relazione contrattuale, cui invece condurrebbe l'azione dinanzi alla giurisdizione ordinaria⁴. Ciò che ad esse manca, tuttavia, è proprio l'idoneità a incidere sulle condotte dell'impresa per il futuro.

Fatte queste premesse, non si può non considerare che neppure tutte le ADR valutative assumono lo stesso rilievo sul piano del controllo conformativo dell'attività di imprese. Su tale piano un ruolo significativo nei termini anzidetti deve essere riconosciuto soprattutto a quelle operanti nei mercati regolati, stante la stretta contiguità che le caratterizza rispetto all'Autorità di settore. Il fenomeno trova le sue radici nell'inversione del rapporto tra Stato e Mercato e, perciò, nel mutamento di paradigma: dallo Stato imprenditore allo Stato regolatore, con ciò che è conseguito sul piano della adozione del

³ A proposito delle differenze tra i due modelli P. PERLINGIERI, *Sui modelli alternativi di risoluzione delle controversie*, in *Rivista giuridica del Molise e del Sannio*, 2014, 93 ss.

⁴ Su alcune tipologie v. E. MINERVINI, *Le negoziazioni paritetiche tra prassi e norme*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 81 ss.

modello di mercato (chiaramente concorrenziale) nei settori prima riservati all'attività del pubblico⁵.

A questo proposito, però, sono opportune alcune ulteriore specificazione. In primo luogo, non a tutte le ADR operanti nei mercati regolati può essere in effetti ascritta funzione conformativa. In secondo luogo, l'isolamento dei profili connotanti la stessa funzione di conformazione dell'attività di impresa sconta, a monte, la polisemia del vocabolo conformazione.

Segnatamente, l'idoneità a conformare l'attività può essere declinata innanzitutto come mera capacità di tali Organismi di influenzare le condotte degli operatori attraverso le loro decisioni. Determinante ai fini della prospettazione della funzione di conformazione così declinata diventerebbero soltanto alcune circostanze, quali la contiguità della ADR all'Autorità di regolazione, la autorevolezza del Collegio giudicante, unitamente al fatto che non di rado arrivano alla loro cognizione controversie che, visti i costi della giustizia, con difficoltà sarebbero approdate dinanzi ai giudici ordinari. Si fatte circostanze concorrerebbero alla rappresentazione delle decisioni di detti Organismi alla stregua di una «spinta gentile» nei confronti degli operatori all'adeguamento delle rispettive condotte alle regole giuridiche costituenti il mercato⁶. Ciò nondimeno, esse continuerebbero a caratterizzare dall'esterno l'attività di risoluzione delle controversie, senza tuttavia influenzare la sostanza del giudizio.

Restando a questo significato di conformazione, nulla osterebbe al riconoscimento alle decisioni di parte di tali Organismi di una funzione prognostica della soluzione della lite dinanzi al giudice ordinario⁷. Per

⁵ La dottrina sul punto è sterminata: per tutti, R. DI RAIMO e V. RICCIUTO (a cura di), *Impresa pubblica e intervento dello Stato in economia*, Napoli, 2006, ove si ripercorrono, attraverso le pronunce della Corte costituzionale, cinquant'anni di storia economica. V., di recente, L. NIVARRA, *Dalla «crisi» all' «eclissi»: ovvero, da un paradigma all'altro*, in *Eur. dir. priv.*, 2017, 801 ss.

⁶ Così, M. RABITTI, *Soft law e governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in M. NUZZO (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, II, Torino, 2014, 623 ss., evocando R. HTHALER e C.R. SUNSTEIN, *La spinta gentile*, Milano, 2009.

⁷ C. CONSOLO e M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, nel nuovo arbitro bancario finanziario, «scrutatore» di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, in *Corr. Giur.*, 2011, pp. 1653 ss.; EAD., *L'«arbitro bancario finanziario» e la sua «giurisprudenza precognitrice»*, in *Società*, 2013, 185

un verso, anche il giudice ordinario applica il c.d. diritto privato regolatorio. Per altro verso, è noto che l'approccio delle costruzioni ordoliberali, sulle quali poggiano per gran parte alcune discipline speciali, è di evitare i fallimenti di mercato attraverso la regolamentazione delle singole controversie⁸ e che molte delle regole di condotta imposte alle imprese presuppongono da parte delle stesse l'adozione di date procedure organizzative orientandone la *compliance*. Sicché, il giudizio in sede di ADR non avrebbe più alcuna autonomia rispetto alla più generale attività di *ius dicere*. L'applicazione di un diritto *market oriented*, invece, aiuterebbe a distinguere, nell'ambito delle ADR valutative, quelle idonee a incidere particolarmente sulle condotte delle imprese in ragione della presenza dei menzionati indici esterni.

Il sostantivo conformazione, tuttavia, può essere inteso altresì in altro senso, sì da riconoscere alla funzione conformativa delle decisioni di alcune ADR l'idoneità non soltanto a incidere sulle condotte, spingendo le imprese ad adottare comportamenti virtuosi, ma anche a concorrere alla formazione di regole che, data la relativa proiezione nel mercato, si dimostrino capaci di diminuire la conflittualità tra le parti per il futuro⁹.

In questa prospettiva, a caratterizzare particolarmente l'attività di tali Organismi non sarebbero soltanto circostanze esterne al giudizio, come la vicinanza all'Autorità di regolazione. Connotante la loro funzione decisoria sarebbero invece gli stessi caratteri del giudizio o, meglio, la logica a esso sottesa, spiccatamente regolatoria e perciò orientata alla formazione di una regola che concorre a comporre il quadro normativo entro il quale si muovono gli operatori, orientandone le condotte sul

ss. Nella stessa prospettiva, M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari (in Italia e in Europa)*, Padova, 2016. Più di recente, A. TUCCI, *L'Arbitro bancario e finanziario tra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 623 ss.

⁸ F. DENOZZA, *Mercato, razionalità degli agenti e disciplina dei contratti*, in *Osservatorio di diritto commerciale*, 2012, 1 ss.; ID., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 13 ss.

⁹ Così R. DI RAIMO, *L'Arbitro per le controversie finanziarie: i primi orientamenti*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, XV, *Le controversie bancarie e finanziarie*, Napoli, in corso di stampa, 1 ss. del dattiloscritto consultato grazie alla cortesia dell'Autore, che prospetta la regola come conseguenza del giudizio e non come antecedente.

presupposto di diminuire la conflittualità. A questa stregua, il giudizio dinanzi agli Organismi di ADR, ove sia riscontrabile la menzionata ispirazione della regola da esso espressa, avrebbe una sua autonomia rispetto a quello svolto innanzi al giudice ordinario. Ciò, in quanto la decisione costituirebbe l'esito di un bilanciamento governato dall'esigenza di risolvere il conflitto tenendo conto della sua proiezione nel mercato. Il che, peraltro, non esclude che l'Organismo continui a decidere secondo diritto. La soluzione del conflitto in causa infatti, lungi dall'essere affidata a valutazioni di tipo equitativo, resterebbe ancorata alla logica del *ius strictum*, costituendo espressione di una delle possibili modalità di bilanciamento degli interessi offerte dalla disciplina di settore, che trova giustificazione nella sua capacità di incidere sulle future condotte degli agenti.

Invero, le decisioni degli Organismi di ADR caratterizzate da una stretta contiguità con le Autorità di regolazione attuano una funzione di conformazione dell'impresa in entrambe le declinazioni prospettate. Delle due, però, la seconda sembra la più efficace per individuare il valore aggiunto per il loro tramite apportato sul piano della regolazione del mercato, se non l'unica possibile per riconoscere loro una funzione propriamente regolatoria. L'altra, quale possibile manifestazione del *ius dicere*, idonea a incidere sulle condotte in ragione degli indici esterni dinanzi individuati, non va al di là dell'applicazione di una disciplina *market oriented* idonea a contribuire all'efficienza del mercato¹⁰. Il che non esclude che il grado di influenza delle condotte, pur in presenza dei menzionati indici esterni, continui inevitabilmente a dipendere dalla forza della reazione dell'ordinamento alla violazione, mettendo perciò in primo piano la funzione deterrente del rimedio previsto a livello di norma primaria¹¹.

¹⁰ Nei mercati regolati, la conformazione dell'attività realizzata dalle ADR passa per la valutazione del singolo rapporto. In questo senso, l'eventuale conformazione dell'attività d'impresa sconta il quadro regolatorio fissato a monte e, in ultima analisi, il ruolo svolto dal contratto e, in particolare, dalla disciplina a esso riservata, collocati nel contesto della regolazione del mercato: al riguardo, si rinvia al contributo di A. GENTILI, in questo *Fascicolo*.

¹¹ A tale proposito bisogna tuttavia fare i conti con il carattere di alcune decisioni di questi Organismi (ABF e Consob, ad esempio), la cui esecuzione è rimessa alla spontanea adesione delle parti e, in particolare, dell'intermediario. Sul punto, v. *infra*.

2. Funzioni paragiurisdizionali nel mercato delle comunicazioni a confronto

Ricapitolando, non tutte le ADR valutative hanno funzione conformativa e non sempre quest'ultima assume lo stesso significato. L'eterogeneità del fenomeno si appalesa subito ove si ponga mente ai poteri paragiurisdizionali riconosciuti ad alcune Autorità indipendenti. Il mondo delle Autorità indipendenti è variegato e irriducibili a unità sotto il profilo funzionale sono i poteri paragiurisdizionali che concorrono alla individuazione della sua fisionomia¹². Peraltro, rispetto a esso, le funzioni giudicanti in alcuni casi sono svolte direttamente dall'Autorità. Il loro esame, tuttavia, resta un ottimo banco di prova per provare a disegnare alcuni confini e per dare conto della distanza esistente, in punto di definizione del significato di “conformazione”.

A tale proposito è utile considerare i procedimenti di risoluzione delle controversie tra operatori e utenti nell'ambito del mercato delle telecomunicazioni, per confrontarli con quelli tra operatori¹³.

Nei primi, la competenza è demandata ai Corecom e riguarda le controversie «inerenti al mancato rispetto delle disposizioni relative al servizio universale e ai diritti degli utenti stabilite dalle norme legislative, dalle delibere dell'Autorità, dalle condizioni contrattuali e dalle carte dei servizi».

Nell'ambito di queste controversie, il Corecom può intimare la cessazione della condotta lesiva, ordinare il rimborso delle somme non dovute e riconoscere indennizzi nei casi previsti dai contratti, dalle Carte servizi, dalla legge o dalle delibere dell'Autorità. Il provvedimento di definizione della controversia costituisce un ordine dell'Autorità ai sensi dell'articolo 98, comma 11, del Codice. Ciò che i

¹² La letteratura in materia è molto estesa. Nella prospettiva del testo v. E.L. CAMILLI e M. CLARICH, *I poteri quasi-giudiziali delle Autorità indipendenti*, in www.astrid-online.it, 2007.

¹³ In tema, sia consentito rinviare a M. SEMERARO, *Forme di tutela ed efficacia dei rimedi nelle controversie in materia di comunicazioni*, in R. DI RAIMO, M. FRANCESCA e A.C. NAZZARO (a cura di), *Percorsi di diritto civile. Studi 2009-2011*, Napoli, 2011, 357-383.

Corecom non possono fare è condannare al risarcimento del danno, salva la facoltà dell'utente di adire a tal fine l'autorità giudiziaria.

Sul piano delle tutele, diversi elementi depongono per l'attribuzione a sì fatti procedimenti dello scopo di superare la controversia tra le parti in modo veloce, sì da assicurare una tutela immediata nell'ambito del singolo rapporto garantendone la prosecuzione. Per un verso, infatti, con queste procedure diventano giustiziabili rapporti che difficilmente sarebbero stati sottoposti al giudizio del giudice ordinario, visto il loro modesto valore. Per altro verso, gli strumenti di tutela prescelti – l'ordine di fare cessare l'attività lesiva e l'indennizzo predeterminato a monte – testimoniano dell'esigenza di assicurare una celere soluzione della lite a seguito dell'accertamento della violazione.

Stanti questi caratteri, senza dubbio i menzionati procedimenti rappresentano strumenti in grado di implementare la tutela degli utenti. Quanto alla loro capacità di conformare le condotte delle imprese, guardando al rimedio indennitario, che, predeterminato a monte, permette un calcolo economico sul costo della violazione, è più che legittimo avanzare qualche dubbio. Lo stesso Codice delle comunicazioni dispone, tra l'altro, che tali «procedure consentono una equa e tempestiva risoluzione delle controversie prevedendo, nei casi giustificati, un sistema di rimborso o di indennizzo, fermo restando la tutela giurisdizionale dei contraenti prevista dalla vigente normativa».

Si tratta di procedimenti che, in definitiva, non sembrano rientrare in nessuna delle accezioni di funzione conformativa delineata. Né in quella intesa quale possibile espressione del *ius dicere* puntellata dalla presenza di indici esterni che in astratto possono agevolare l'adeguamento delle condotte degli operatori. Né in quella che per comodità potremmo rappresentare quale espressione di una peculiare logica del giudizio, volto a dar vita a una regola che, nel concorrere alla formazione del sistema di regole, si dimostri capace di diminuire la conflittualità tra le parti per il futuro. Si tratta piuttosto di un procedimento ascrivibile a quelli la cui utilità si risolve nel superare il conflitto nel singolo rapporto, assicurando la sua prosecuzione.

Nei procedimenti riguardanti le controversie tra operatori, le funzioni paragiurisdizionali sono differentemente orientate ed è già la disciplina sul loro esercizio a darne chiara testimonianza. Segnatamente, l'art. 23 del Codice delle Comunicazioni prevede che nella «risoluzione delle controversie (tra operatori) l'Autorità persegua

gli obiettivi di cui all'articolo 13», tra i quali c'è la tutela della libertà di iniziativa economica e la promozione della concorrenza tra impresa.

Guardando alle decisioni dell'Agcom, la sensazione è che, nell'esercizio delle sue funzioni paragiurisdizionali, essa valuti il contratto quale nodo della rete che rappresenta il mercato al fine di ripristinare il funzionamento di quest'ultimo. Così, in una decisione in materia di obblighi di interconnessione tra operatori¹⁴, l'Autorità afferma espressamente che «l'art. 23 (del codice delle comunicazioni) disciplina, per l'appunto, la risoluzione delle controversie tra imprese, strumento attraverso il quale l'Autorità persegue gli obiettivi di cui all'art. 13 tra cui la promozione della concorrenza nella fornitura di reti e servizi di comunicazione elettronica [...] anche a vantaggio dei consumatori». In questo contesto, l'Agcom osserva che tale norma le attribuirebbe «il potere di perseguire, in materia di interconnessione e accesso, gli obiettivi dell'attività di regolazione in funzione concorrenziale anche attraverso lo strumento della risoluzione delle controversie tra operatori (c.d. “*regulation by litigation*”), sebbene il provvedimento abbia valenza attuativa tra le parti in causa e, pertanto, sortisca effetti sul mercato in termini di esempio o *moral suasion*».

Sono di tutta evidenza le peculiarità delle funzioni paragiurisdizionali nell'ambito di queste specifiche controversie. A riprova della circostanza che, nel risolvere la controversia, l'Autorità non opera un bilanciamento degli interessi nella prospettiva della giustizia del rapporto bensì in quella regolatoria, basti sottolineare che, nella stessa decisione, a fronte della contestazione di uno dei contraenti, in termini di abuso di dipendenza economica, della condotta dell'altro, l'Agcom afferma che «il profilo di presunta violazione sollevato dalla società istante, senza entrare nel merito, non rientra nell'ambito oggettivo di applicazione del Regolamento il quale fa riferimento al Codice, alle delibere dell'Autorità o a fonti negoziali attuative delle stesse. L'Autorità è pertanto incompetente in relazione alla fattispecie invocata».

L'Autorità può applicare soltanto la disciplina contenuta nel codice e le delibere di sua adozione e si dichiara incompetente in punto di qualificazione della condotta in termini di abuso di dipendenza economica. Qualificazione, la quale avrebbe dovuto condurre

¹⁴ Delibera Agcom n. 188/16/CIR, in www.agcom.it.

all'accertamento della nullità della clausola sulle tariffe per il servizio contestato e alla conseguente restituzione di quanto percepito illegittimamente. All'esito del procedimento invece, essa si limita a condanna l'operatore a modificare le tariffe contrattuali esclusivamente per il futuro, disinteressandosi proprio delle conseguenze della violazione nell'ambito del rapporto, a dimostrazione che la funzione paragiurisdizionale, di cui è titolare, è strumentale al ripristino del nodo (cioè il singolo contratto) della rete che costituisce il mercato.

Questa decisione sicuramente conforma il mercato, in quanto ripristina il singolo nodo. Nelle intenzioni dell'Autorità, essa dovrebbe valere da esempio per le altre imprese, di modo da incentivare l'adeguamento della condotta alla regola violata. Se in concreto sia in grado di esserlo, dipende dalla forza dissuasiva della decisione, da valutare alla luce della stretta connessione tra la funzione paragiurisdizionale e gli altri poteri demandati all'Autorità. A ogni buon conto, ciò che in particolare assume rilievo ai fini del ragionamento che si svolge sono le peculiarità della logica sottostante al giudizio. La paragiurisdizione, come peraltro la maggiore parte dei procedimenti che si svolgono dinanzi a Organismi indipendenti di risoluzione delle controversie, non preclude l'azione dinanzi al giudice civile. Nell'ipotesi della paragiurisdizione dell'Agcom, tuttavia, l'esistenza di un concorso è ancora più evidente in ragione della non sovrapposibilità dell'oggetto dei giudizi: in un caso, il contratto come fatto; nell'altro, il contratto come rapporto.

3. Conformazione del mercato e conformazione dell'attività d'impresa. Il ruolo dell'ABF

Quanto sin ora osservato sottende un'ulteriore distinzione da tenere presente nell'esaminare il ruolo svolto dagli Organismi di risoluzione delle controversie alternativi alla giurisdizione ordinaria sul funzionamento del mercato. Segnatamente, a tal fine è opportuno sottolineare che la funzione di conformazione delle condotte degli agenti è soltanto una delle possibili espressioni della funzione di conformazione del mercato, attesa l'idoneità della prima a indicare la specifica attitudine delle decisioni a influire, per il futuro, sulle condotte degli operatori. In ciò probabilmente sta la rilevanza delle ADR il cui ruolo non si esaurisce nell'assicurare una conclusione veloce della lite

di modo che la relazione contrattuale possa proseguire, costituendo i loro pronunciamenti degli strumenti ulteriori sia per sollecitare condotte virtuose, sia per introdurre regole di condotta che concorrono alla formazione del sistema. In questo senso, le decisioni in questione possono essere collocate nell'area del c.d. *private enforcement*, distinguendosi sotto tale profilo dalle pronunce giudiziali, la cui forza conformativa per il futuro sembra essere al più affidata alla intensità della reazione dell'ordinamento alla violazione della regola¹⁵.

Tra gli Organismi indipendenti di risoluzione delle controversie nei mercati regolati, un posto di primo piano è ricoperto sia dall'Arbitro bancario e finanziario, sia dall'Arbitro per le controversie finanziarie, di più recente costituzione¹⁶. Entrambi, a differenza dell'Agcom, giudicano del rapporto. Non prendono cioè in considerazione il contratto quale nodo del mercato, ma risolvono il conflitto tra i contraenti applicando il *ius strictum*. Ebbene, l'esame della loro giurisprudenza può essere utile per puntellare ulteriormente i confini della funzione di conformazione della attività di impresa e per chiarire in concreto la diversa portata della stessa nella duplice accezione dinanzi evocata.

Altra precisazione preliminare. All'indomani della costituzione dell'ABF, ma lo stesso avrebbe potuto valere anche per l'ACF stante la similitudine dei Regolamenti che ne governano il funzionamento, molto si è dibattuto sulla funzione ascrivibile alle relative decisioni¹⁷. Una voce in dottrina, sul presupposto della prospettabilità del procedimento dinanzi all'ABF alla stregua di un'ipotesi di arbitrato irrituale tipico, ha riconosciuto a esse efficacia vincolante tra le parti, equiparando l'eventuale successiva azione dinanzi all'autorità giudiziaria, sul piano degli effetti, all'impugnazione dinanzi alla Corte di Appello¹⁸. La tesi

¹⁵ Cfr. P. SIRENA, *Il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2017, 3 ss.

¹⁶ E. MINERVINI, *Gli strumenti di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia bancaria e finanziaria*, in E. CAPOBIANCO (a cura di) *I contratti bancari*, in (diretto da) P. RESCIGNO ed E. GABRIELLI, *Trattato dei contratti*, Torino, 2016, 660 ss.

¹⁷ E. MINERVINI, *L'Arbitro bancario finanziario. Una nuova "forma" di ADR*, Napoli, 2014.

¹⁸ L'ambito del giudizio sarebbe però più ampio, potendo le parti rimettere in discussione fatti già decisi: v. G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, in *Società*,

non ha incontrato i consensi della dottrina maggioritaria, la quale si è attestata su posizioni più conservative, escludendo la suddetta efficacia e attribuendo a queste decisioni natura di parere¹⁹ o di giudizio prognostico sull'eventuale esito della lite giudiziaria²⁰.

Nell'economia del discorso, invero, il dibattito sulla efficacia delle pronunce dei due Arbitri non sembra rivestire un ruolo primario. Sebbene si sia negata da parte di alcune costruzioni la loro idoneità a essere annoverate tra gli strumenti di *private enforcement* proprio in ragione della relativa acquisita non vincolatività²¹, non sembra che la ricorrenza di tale carattere sia di per sé sufficiente a escluderne, al contrario, la rilevanza.

Senza dubbio, l'esperienza maturata in questi ultimi anni sembra in effetti acclarare la natura non vincolante delle decisioni dell'Arbitro bancario e finanziario (e lo stesso potrebbe affermarsi per quello finanziario), e avallare il carattere esattamente opposto, dimostrando che l'esecuzione delle decisioni dei Collegi è rimessa alla spontanea adesione degli intermediari al *decisum*. Si può discutere dell'incidenza esercitata dal meccanismo sanzionatorio predisposto dalla Banca d'Italia e consistente nella pubblicazione degli inadempimenti²². Si tratta tuttavia di un meccanismo che, seppure di indubbia efficacia, dimostra soltanto l'influenza che riveste la stretta contiguità tra organo decidente e Autorità di vigilanza sulle condotte degli intermediari. Ciò nondimeno, a escludere la presupposta stretta consequenzialità tra natura delle decisioni e loro efficacia sul piano della conformazione delle condotte v'è che la presenza del carattere della stessa vincolatività nulla dimostra sulla loro attitudine a influenzare per il futuro le condotte degli operatori. La vincolatività, infatti, può costituire il segnale della

2011, 1216 ss.; ID., *Il valore delle decisioni dell'ABF (e dell'ACF) in un libro recente*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 567 ss.

¹⁹ S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, 332 ss.

²⁰ C. CONSOLO e M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, nel nuovo arbitro bancario finanziario, «scrutatore» di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, cit., 1653 ss.; EAD., *L'«arbitro bancario finanziario» e la sua «giurisprudenza precognitrice»*, cit., p. 185 ss.; M. STELLA, *op. cit.*, *passim*.

²¹ C. CONSOLO e M. STELLA, *L'«arbitro bancario finanziario» e la sua «giurisprudenza precognitrice»*, cit., 190.

²² In argomento, I.A. CAGGIANI, *L'Arbitro bancario finanziario, esempio virtuoso di degiurisdizionalizzazione*, in *Nuova giur. comm.*, 2015, 448.

capacità conformativa del mercato delle stesse decisioni, ma non anche della ulteriore e diversa capacità di incidere sulle condotte future. Quest'ultima, piuttosto, sembra trovare la sua spiegazione altrove e, segnatamente, nelle caratteristiche del procedimento che si svolge dinanzi a questi Organismi. In questo contesto, l'alto tasso di adesione, in assenza della vincolatività, pur essendo frutto dell'osservazione del dato empirico e non portato dei caratteri connotanti il fenomeno, sembra rappresentarne un indice importante.

Cominciando, dunque, dall'Arbitro bancario e finanziario, nella menzionata prospettiva assumono rilievo le costruzioni che gli attribuiscono funzione regolatoria. Le ragioni addotte sono diverse. Tra le più ricorrenti c'è l'importanza sistemica che assumerebbe l'emersione di conflitti che, in ragione del relativo valore, con difficoltà varcherebbero le aule dei Tribunali, nonché la rilevanza, sul piano più strettamente funzionale, della più volte menzionata contiguità dell'organo decidente all'Autorità di vigilanza del mercato del credito; vicinanza che garantirebbe alla seconda una mole di informazioni strategiche per meglio orientare la sua attività. A quest'ultimo proposito, inoltre, non si omette di sottolineare che ai sensi dell'art. 127 TUB le Autorità creditizie esercitano i poteri loro conferiti tenendo presente non soltanto le finalità indicate dall'art. 5 TUB (ossia sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, stabilità complessiva, competitività del sistema finanziario), ma anche la trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei rapporti con la clientela, oggetto della cognizione anche dell'Arbitro²³.

Ebbene, la circostanza che per il tramite dell'ABF diventino giustiziabili rapporti che altrimenti sarebbero rimasti sprovvisti di tutele, concorrendo al riconoscimento di una sua funzione conformativa dell'attività di impresa, non pare su tale piano decisiva. Lo è su quello

²³ Su queste ragioni G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, cit., 1216 ss.; ID., *Il valore delle decisioni dell'ABF (e dell'ACF) in un libro recente*, cit., 567 ss.; P. SIRENA, *Il ruolo dell'Arbitro Bancario Finanziario nella regolazione del mercato creditizio*, 3 ss.; ID., *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *Nuova giur. comm.*, 2018, 1370 ss.; R. CARLEO, *L'arbitro bancario-finanziario: anomalia felice o modello da replicare?*, in *Riv. arbitrato*, 2017, 1 ss.; M. RABITTI, *Soft law e governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 623 ss.

della conformazione del mercato, nel senso che per il tramite delle ADR si implementano gli strumenti di tutela a disposizione del cliente, così rendendo giustiziabili rapporti che altrimenti lo sarebbero stati con difficoltà. La capacità conformativa dell'impresa e, quindi, delle condotte degli agenti proprio in tale ambito sembra derivare soprattutto da altro e, segnatamente, dalla capacità del giudicante di concorrere alla creazione di regole utili al miglioramento della trasparenza delle negoziazioni che compongono il mercato.

Decisiva ai fini della prospettazione di una funzione di conformazione dell'attività è invece il dato della contiguità dell'Organismo con l'Autorità di vigilanza, rafforzato dalla parziale sovrapposizione di un ambito di competenza: la trasparenza e la correttezza nelle relazioni contrattuali²⁴. La stretta connessione tra funzione giurisdicente e di vigilanza, che si attuano sempre e comunque nella piena autonomia delle rispettive prerogative²⁵, sicuramente costituisce un primo indizio per riconoscere all'ABF la capacità di conformare l'attività impresa.

In questa direzione va anche l'oramai conclamata funzione del Collegio di Coordinamento di assicurare l'uniformità delle posizioni dei diversi Collegi territoriali. Le decisioni del primo, vincolando i Collegi territoriali, tenuti a uniformarsi al principio di diritto in esse consacrato²⁶, agevolano l'eventuale funzione di conformazione dell'attività di impresa, atteso che la certezza dell'orientamento ne costituisce un presupposto imprescindibile.

Se la sovrapposizione di ambiti di competenze tra l'Organismo di risoluzione e l'Autorità di vigilanza costituisce un chiaro indizio nel senso della attitudine delle decisioni a rappresentare una spinta ulteriore per gli intermediari ad adeguarsi alla regola da essa veicolata, in alcuni

²⁴ R. CARLEO, *op. cit.*, 1 ss.

²⁵ Non pare condivisibile la posizione di chi intravede nell'Arbitro bancario e finanziario un "giudice autorità", quale promanazione dell'Autorità di settore: F. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 261 ss. Riconoscere che dalla vicinanza all'Autorità discendano talune specificità in merito alla funzione dell'Organo non significa certo negarne la terzietà, ma soltanto ammettere che la funzione da esso svolta si inserisce in ed è comprensibile alla luce di un dato quadro regolatorio.

²⁶ Possono discostarsene soltanto se mettono in evidenza le peculiarità del caso concreto: per un inquadramento generale A. TUCCI, *L'Arbitro bancario e finanziario tra trasparenza bancaria e giurisdizione*, cit., I, p. 626 ss.

ambiti le medesime decisioni dimostrano altresì la capacità di conformare le condotte degli operatori nella seconda delle accezioni all'inizio rappresentate, concorrendo cioè alla creazione di regole che costituiscono l'esito di un bilanciamento effettuato sul presupposto della loro futura applicazione nei rapporti tra i contraenti.

Tra i diversi filoni di pronunce che a questo proposito offrono spunti di riflessione interessanti ci sono quello relativo alla definizione della natura delle polizze assicurative ai fini del calcolo del TAEG e quello relativo alle modalità di riduzione del costo totale del credito in ipotesi di estinzione anticipata dei contratti di credito al consumo²⁷. In entrambi, l'esame delle decisioni dimostra che la regola alla cui formazione l'Arbitro concorre per il tramite della soluzione della controversia è regola di condotta, rilevante sul più generale piano della trasparenza bancaria, strumentale proprio alla sua implementazione nell'ambito della negoziazione tra intermediari e clienti.

²⁷ Tra i filoni di decisioni esaminati non compare volutamente quello in materia di usura, sebbene anche le soluzioni offerte alle diverse questioni applicative poste dalla disciplina del 1996 esprimano senza dubbio il peculiare approccio dell'organo giudicante nel bilanciamento degli interessi. È noto che giudice ordinario e ABF hanno posizioni molto diverse non soltanto sulla individuazione delle voci di costo che devono rilevare ai fini della usurarietà del finanziamento (si pensi, ad esempio, alla rilevanza dell'interesse moratorio, sulla quale, per tutte, Collegio Coordinamento, decisione n. 3412 del 2014), ma anche sulla valenza delle istruzioni della Banca d'Italia ai fini dell'accertamento dell'illecito. Con particolare riguardo a quest'ultimo profilo, l'ABF, sul presupposto della necessaria omogeneità tra TEG e TEGM, esclude il ricorrere della fattispecie di usura quando l'intermediario abbia operato in conformità alle istruzioni della Autorità di vigilanza vigenti al moneto della instaurazione del vincolo (a titolo esemplificativo, Collegio di Coordinamento, decisione n. 16291 del 2018, sulla rilevanza delle polizze assicurative ai fini del calcolo del TEG, o, ancora, sempre in tema di polizze e usura, Collegio di Coordinamento, decisione n. 8025 del 2019, ove si afferma che «In assenza di formale annullamento nei modi e nelle forme previsti dalla legge delle Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia nel 2006, rimane applicabile alle operazioni di prestito contro cessione del quinto dello stipendio e assimilate concluse nel relativo periodo di vigenza la norma che esclude dal calcolo del TEG le spese di assicurazione certificate da apposita polizza»). Senza entrare nel merito della questione, è chiaro che l'Arbitro anche in questo caso bilancia gli interessi in conflitto interpretando la disposizione anzitutto alla luce dell'impatto dell'esito del bilanciamento sul mercato. In questa prospettiva, diventa perciò soltanto rilevante il rispetto, da parte degli intermediari, delle Istruzioni dell'Autorità di vigilanza.

4. Segue. *Costo complessivo del credito al consumo e polizze assicurative*

Prima di entrare nel merito delle decisioni, è necessaria una ulteriore considerazione. La funzione regolatoria realizzata dall'Arbitro bancario sconta, a monte, il quadro normativo esistente. Si è già detto che l'ispirazione della attuale disciplina, con alcune eccezioni, è di rafforzare la tutela dei clienti puntando anzitutto sulla trasparenza bancaria e che la stessa Autorità di vigilanza deve esercitare le sue funzioni avendo riguardo alla trasparenza delle condizioni contrattuali e alla correttezza dei rapporti con la clientela²⁸. Lo stesso art. 127 TUB riconosce a questi fini il potere della Banca d'Italia di dettare disposizioni in materia di organizzazione interna e di controlli. In tale contesto, pertanto, non deve stupire che il contributo dell'ABF interessi anzitutto tali profili di disciplina, manifestando la sua rilevanza sul piano della imposizione di condotte corrette e trasparenti agli intermediari.

Cominciamo, dunque, dal filone di pronunce in materia di polizze assicurative. A tale riguardo, l'orientamento dell'ABF sulla qualificazione delle polizze assicurative ha suscitato non poche critiche da parte di alcuni Autori²⁹. Il tema più generale è quello della individuazione delle voci di costo da ricomprendere nel TAEG. Secondo la disciplina positiva, le polizze assicurative, quando collegate alla erogazione di un credito al consumo, devono essere incluse nel calcolo del costo complessivo del finanziamento soltanto se hanno natura obbligatoria. La mancata inclusione di una voce di costo comporta, in ragione della previsione dell'art. 125 *bis* TUB, la sostituzione del tasso convenzionale con il tasso minimo dei bot.

A fronte di una prassi diffusa degli intermediari consistente nel qualificare queste polizze come facoltative, diversi clienti hanno proposto ricorso sul presupposto dell'erroneità di tale qualificazione, vista la funzione di copertura dal rischio di inadempimento da esse

²⁸ Su questo specifico profilo v., in particolare, le osservazioni di R. CARLEO, *op. cit.*, 1 ss.

²⁹ Per tutti, F. QUARTA, *Assicurazione e costo totale del credito. Rilevanza della Payment protection insurance nel computo del TAEG*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 17 ss.

assolta nel rapporto di finanziamento. L'Arbitro ha risposto affermando che le polizze, di là dalla qualificazione operata in contratto, si presumono obbligatorie qualora ricorrano taluni indici esterni e, segnatamente, qualora vi sia «funzione di copertura del credito (della polizza); [...] connessione genetica e funzionale tra finanziamento e assicurazione, nel senso che i due contratti siano stati stipulati contestualmente e abbiano pari durata» e qualora «l'indennizzo sia stato parametrato al debito residuo». Sempre secondo l'Arbitro, poi, tale presunzione può essere superata ove l'intermediario provi «di aver proposto al ricorrente una comparazione dei costi (e del TAEG) da cui risulti l'offerta delle stesse condizioni di finanziamento con o senza polizza; ovvero di avere offerto condizioni simili, senza la stipula della polizza, ad altri soggetti con il medesimo merito creditizio; ovvero che sia stato concesso al ricorrente il diritto di recesso dalla polizza, senza costi e senza riflessi sul costo del credito, per tutto il corso del finanziamento»³⁰. Con riguardo alla individuazione di una offerta a condizioni simili, il Collegio di Coordinamento inoltre individua alcuni parametri cui fare riferimento ai fini della valutazione, inerenti alla data della stipula, alla durata del finanziamento, all'entità del tasso di interesse, indicando altresì gli scostamenti massimi tollerabili³¹.

Di là dal merito della soluzione sul piano della giustizia del rapporto in essere, è chiara l'ispirazione regolatoria della decisione. Per il suo tramite vengono imposti all'intermediario ulteriori obblighi di condotta, qual è ad esempio quello inerente alla prospettazione dei costi, e parametri di riferimento cui guardare al fine di una più corretta determinazione del costo complessivo del finanziamento alla luce della disciplina vigente. La decisione esprime una modalità di bilanciamento degli interessi in conflitto la cui utilità travalica la singola controversia, per estendersi al fascio dei rapporti di futura instaurazione. Con ogni probabilità, gli intermediari, adeguandosi ai precetti dell'Arbitro, inizieranno a prospettare ai loro clienti i finanziamenti con e senza polizza. Si può discutere della bontà della scelta regolatoria in un'ottica di giustizia sostanziale, ma non si può negare che essa è in linea con l'ispirazione dell'attuale legislatore, che fonda la tutela del cliente nel mercato del credito anzitutto sulla trasparenza.

³⁰ ABF Collegio di Coordinamento, decisioni nn. 10617, 10620 e 10621 del 2017.

³¹ ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 16291 del 2018.

5. Segue. *Estinzione anticipata e diritto al rimborso*

Anche le decisioni in materia di estinzione anticipata dei contratti di finanziamento contro cessione del quinto dimostrano la capacità di conformare l'attività di impresa nella seconda delle accezioni descritte, costituendo l'esito di un bilanciamento degli interessi contrapposti che tiene conto anzitutto della proiezione della applicazione della regola nel mercato e dell'esigenza di diminuire per suo mezzo la conflittualità tra gli agenti. Si fatta attitudine trova peraltro conferma anche nella più recente pronuncia del Collegio di Coordinamento³², intervenuta a seguito della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione Europea sulla portata della distinzione tra costi *up front* e *recurring* ai fini della interpretazione dell'art. 125 *sexies* TUB³³.

Il più tradizionale orientamento dell'ABF sulla portata applicativa della menzionata norma, là dove dispone che in caso di estinzione anticipata del credito il consumatore «ha diritto a una riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto», consisteva nel dare rilevanza ai fini della determinazione del *quantum debeatur* alla distinzione tra costi *up front* e *costi recurring*: i primi corrispettivi di attività che si esauriscono con la conclusione del contratto e perciò non rimborsabili; i secondi, invece, di attività destinate a svolgersi in corso di rapporto e, perciò, rimborsabili in ragione della sua durata residua, secondo il criterio *pro rata temporis*³⁴. Sul piano rimediabile, conseguiva che in ipotesi di mancata chiara specificazione delle attività remunerate, il cliente avrebbe avuto diritto alla restituzione di quanto anticipato secondo il

³² ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 26525 del 2019.

³³ C. Giust. UE, C-383/18 – Lexitor, 11 settembre 2019, in *curia.ueurope.eu*, commentata da A.A. DOLMETTA, *Estinzione anticipata della cessione del quinto: il segno della corte di giustizia*, in *ilCaso.it*; M. RABITTI, *ABF e LEXITOR: estinzione anticipata e riduzione del costo del credito alla luce del principio di equità integrativa*, in *Spunti dall'ABF*, in *dirittobancario.it*. Sulla efficacia di tale pronuncia cfr. Trib. Napoli, 22 novembre 2019, in *dirittobancario.it* che esprime una posizione sulla quale sembra lecito esprimere non poche perplessità.

³⁴ L'orientamento risale a ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 6167 del 2014.

menzionato criterio, prevalendo, sul piano qualificatorio, l'attribuzione alla clausola della natura *recurring*³⁵.

La regola così individuata, di sicura ispirazione regolatori del mercato, come peraltro dimostrato dal successivo progressivo adeguamento degli schemi contrattuali da parte degli intermediari al *decisum* dell'Arbitro, è espressiva di un approccio che punta sulla trasparenza quale strumento per diminuire i conflitti tra le parti e assicurare una maggiore tutela all'interno del rapporto contrattuale. Ciò che all'Arbitro preme è che il cliente sia in grado di capire la ragione dell'imposizione del costo³⁶. A tal fine, impone agli intermediari maggiore trasparenza nella relazione contrattuale. Il presupposto concettuale resta in questo ambito il più tradizionale delle costruzioni neoliberali: l'informazione può evitare il fallimento di mercato³⁷.

Sulla portata applicativa dell'art. 125 *sexies* è da ultimo intervenuta la Corte di Giustizia, affermando che «l'articolo 16, paragrafo 1, della direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori [...] deve essere interpretato nel senso che il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del credito include tutti i costi posti a carico del consumatore». Il presupposto è che «i costi e la loro ripartizione sono determinati unilateralmente dalla banca e che la fatturazione di costi può includere un certo margine di profitto», sicché limitare la restituzione soltanto ai costi che maturano in corso di rapporto «comporterebbe il rischio che il consumatore si veda imporre pagamenti non ricorrenti più elevati al momento della conclusione del contratto di credito, poiché il soggetto concedente il credito potrebbe essere tentato di ridurre al minimo i costi dipendenti dalla durata del contratto». Senza considerare che «il margine di manovra di cui dispongono gli istituti creditizi nella loro fatturazione e

³⁵ Il tema non è stato oggetto di particolare attenzione da parte della dottrina: in argomento, si segnalano i contributi di U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consuma: gli oneri economici della cessione del quinto*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 1532 ss.; F. QUARTA, *Estinzione anticipata dei finanziamenti a tempo determinato e modulazioni del costo del credito (commissioni di intermediazione, oneri assicurativi e penalità)*, in questa *Rivista*, 2013, 10.

³⁶ Cfr., tuttavia, le considerazioni di U. MALVAGNA, *op. cit.*, 1532 ss.

³⁷ Il tema è amplissimo. L'utilità del paradigma è stata messa indubbio da più parti: in argomento, si rinvia a F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, *passim*.

nella loro organizzazione interna rende, in pratica, molto difficile la determinazione, da parte di un consumatore o di un giudice, dei costi oggettivamente correlati alla durata del contratto»³⁸.

L'approccio della Corte è chiaramente differente. È di tutela sostanziale del consumatore: data la non controllabilità a opera del giudice della distribuzione dei costi da parte dell'intermediario, la scelta, pure ragionevole, di limitare il rimborso a quelli che maturano in corso di rapporto viene reputata inadeguata a garantire una effettiva tutela del consumatore. Il bilanciamento degli interessi è così effettuato alla luce del principio del massimo effetto utile della Direttiva (o effettività della tutela), in linea peraltro con i più recenti orientamenti della Corte di Giustizia sul ruolo della trasparenza nella tutela del contraente debole e in materie di clausole abusive nei contratti con il consumatore³⁹. Qui, tuttavia, la Corte sembra fare un passo avanti, non

³⁸ C. Giust. UE., C-383/18 – Lexitor, 11 settembre 2019, cit.

³⁹ A proposito della portata dell'obbligo di informazione facente capo agli istituti di credito che propongono ai loro clienti la conclusione di un mutuo indicizzato alla valuta estera, la Corte di Giustizia afferma che il requisito della chiarezza e comprensibilità «implica che una clausola, in base alla quale il prestito deve essere rimborsato nella medesima valuta estera nella quale è stato contratto, sia compresa dal consumatore non solo sul piano formale e grammaticale, ma altresì in relazione alla sua portata concreta, nel senso che un consumatore medio, normalmente informato e ragionevolmente attento e avveduto, possa non solo essere a conoscenza della possibilità di apprezzamento o deprezzamento della valuta estera nella quale il prestito è stato contratto, ma anche valutare le conseguenze economiche, potenzialmente significative, di una tale clausola sui suoi obblighi finanziari»: C. Giust. UE, 20 settembre 2017, causa C-186/16, in *dirittobancario.it*. Con particolare riguardo ai poteri del giudice nell'accertamento della abusività delle clausole nei contratti con il consumatore, a dimostrazione che l'interpretazione della disciplina comunitaria debba essere informata all'esigenza di garantire l'effettiva tutela del consumatore, v. C. Giust. UE, 21 gennaio 2015, cause riunite C-482/13, C-484/13, C-485/13 e C-487/13, in *Nuova giur. comm.*, 2015, 417 ss., con nota di S. PAGLIANTINI, *Il restatement della Corte di Giustizia sull'integrazione del contratto del consumatore nel prisma armonizzato delle fonti*, ove si afferma che «se il giudice nazionale potesse rivedere il contenuto delle clausole abusive, una tale facoltà potrebbe compromettere la realizzazione dell'obiettivo di lungo termine di cui all'articolo 7 della direttiva 93/13. Infatti tale facoltà contribuirebbe ad eliminare l'effetto dissuasivo esercitato sui professionisti dalla pura e semplice non applicazione nei confronti del consumatore di siffatte clausole abusive, dal momento che essi rimarrebbero tentati di utilizzare tali clausole, consapevoli che, quand'anche esse fossero invalidate, il contratto potrebbe nondimeno essere integrato, per quanto necessario, dal giudice nazionale, in modo tale, quindi, da garantire l'interesse di detti professionisti». Nel

limitandosi ad affermare che la chiarezza dell'informazione presuppone l'effettiva comprensione del dato contrattuale in termini di rischio assunto dal consumatore. Considerata la non controllabilità della condotta dell'intermediario a monte della predisposizione delle clausole, fonda l'attuazione dell'interesse del cliente alla restituzione su un parametro, se non alternativo, almeno concorrente a quello rappresentato dalla chiarezza del testo.

L'ABF ha preso atto dell'intervento della giurisprudenza europea e, adeguandosi al predetto orientamento, ha riconosciuto la rimborsabilità anche delle voci di costo cc.dd. *up front* secondo un criterio equitativo dato dalla curva degli interessi⁴⁰. Resta comunque ferma a tal fine la rilevanza della distinzione tra costi preliminari e successivi alla conclusione del contratto e, dunque, l'obbligo degli intermediari di predisporre testi contrattuali chiari e trasparenti.

6. *Il ruolo dell'ACF*

Accanto all'ABF, è stato istituito l'Arbitro per le controversie finanziarie ed è di prossima istituzione l'Arbitro per le controversie assicurative. L'istituzione dell'ACF, competente per la violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di diligenza, correttezza, informazione e trasparenza nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento (art. 4, comma 1, del Regolamento), è stata salutata con grande favore, vista anche l'esperienza positiva di chi l'ha preceduto⁴¹.

Sebbene il procedimento dinanzi all'ACF sia costruito sulla falsariga di quello che si svolge dinanzi all'Arbitro bancario⁴², non è mancato chi ha sottolineato le differenze correnti tra i due organismi, facendo leva

medesimo senso anche C. Giust. UE, 30 aprile 2014, causa C-26/13, in *eur-lex.europa.eu*.

⁴⁰ ABF Collegio di Coordinamento, decisione n. 26525 del 2019.

⁴¹ Per un primo bilancio dell'operato dell'Arbitro per le controversie finanziarie, per tutti G. GUIZZI, *Un anno di ACF tra risultati raggiunti e qualche incognita*, in *Corr. Giur.*, 2018, 5 ss.; M. DE MARI, *Prime riflessioni intorno alla competenza dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie*, in *Giur. Comm.*, 2018, I, 275 ss.

⁴² Manifestano alcune perplessità sulla bontà della scelta del legislatore di dar vita a due procedure di risoluzione delle controversie autonome, così riproponendo la «frammentazione normativa del fenomeno “finanziario”» A.A. DOLMETTA e U. MALVAGNA, *Sul Nuovo «ADR CONSOB»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 251 ss.

sulla diversità, quanto a tipologia, ma anche a valore⁴³, delle controversie sottoposte alla loro cognizione e, di conseguenza, dei giudizi dai medesimi espletati⁴⁴. A questo riguardo, non va dimenticato che l'ACF ha iniziato a operare in concomitanza con il verificarsi della crisi di alcuni gruppi bancari e che la sua nascita è stata battezzata anche dal Governo mediante l'istituzione di un fondo dal quale attingere per ristorare le pretese risarcitorie, da esso accertate, degli investitori delle due banche venete in liquidazione e delle quattro banche poste in risoluzione a fine 2015⁴⁵.

A monte, la diversa portata di queste decisioni sul piano della conformazione del mercato viene altresì argomentata facendo leva sulla distanza corrente tra “mondo TUB” e “mondo TUF” quanto a obiettivi perseguiti: di equilibrio del rapporto tra le parti nel mercato del credito e di rafforzamento della fiducia degli investitori in quello finanziario⁴⁶. D'altronde, il quadro normativo all'interno del quale vanno collocate le controversie finanziarie si connota, sotto il profilo funzionale, per la rilevanza dell'interesse generale alla tutela del risparmio. Rilevanza la quale, con riferimento alla costruzione del rapporto tra intermediario e cliente, ha il suo *pendant* proprio nell'affidamento alle cure del primo dell'interesse del secondo, che, inevitabilmente, finisce per fare della trasparenza soltanto uno degli strumenti di tutela del cliente⁴⁷.

⁴³ L'ACF è competente per cause dal valore fino a un massimo di 500.000 euro. L'ABF, invece, limita la sua competenza per valore fino a un massimo di 100.000 euro.

⁴⁴ Ampiamente, in argomento, R. DI RAIMO, *L'Arbitro per le controversie finanziarie: i primi orientamenti*, cit., 1 ss.

⁴⁵ Il riferimento normativo è all'art. 11, comma 1 *bis*, del decreto c.d. “mille proroghe” (l. n. 108 del 2018).

⁴⁶ R. DI RAIMO, *L'Arbitro per le controversie finanziarie: i primi orientamenti*, cit., 6. L'espressione virgolettata è mutuata dall'A. da D. MAFFEIS (v., ad esempio, *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 questa *Rivista*, 2015).

⁴⁷ Il dibattito è troppo ampio per fornire un quadro completo in queste brevi riflessioni: si ricordano, per tutti, le costruzioni di R. DI RAIMO, *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, 37 ss.; ID., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» depositivo, e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in S. CICCARELLO, A. GORASSINI e R. TOMMASINI (a cura di), *Salvatore Pugliatti*, Napoli, 2016, 457 ss.; D.

Seguendo la linea interpretativa che riconosce la sostanziale diversità delle decisioni dei due Organismi e attribuisce a quelle dell'ACF una funzione di applicazione di stretto diritto nella prospettiva della giustizia nel rapporto, si dovrebbe perciò circoscrivere la loro portata sul piano della conformazione alla sola capacità di influenzare le condotte future degli operatori di mercato grazie alla presenza dei più volte ripetuti indici esterni.

Prendendo spunto dalle decisioni in materia di obblighi di informazione, ove si ponga mente ai principali orientamenti dell'Arbitro finanziario, si può constatare che l'esito dei giudizi è assai spesso il risultato di un bilanciamento degli interessi che vede prevalere quello del cliente le volte in cui l'intermediario, non soltanto non abbia informato, ma soprattutto non abbia dimostrato di avere adottato i presidi necessari ad assicurare la migliore cura dell'interesse altrui. Difficilmente l'Arbitro si sofferma a indicare le condotte che l'intermediario avrebbe dovuto tenere al fine di evitare l'inadempimento dell'obbligazione, concorrendo perciò alla formazione di una regola puntuale. Quasi sempre, invece, esso opera una valutazione *ex post* dei fatti accaduti e, in particolare, delle condotte adottate dalle imprese al fine di valutare la loro efficacia in termini di tutela sostanziale dell'interesse del cliente a comprendere la tipologia dello strumento di investimento e a vedere trattato l'ordine in coerenza con le sue attitudini di rischio.

Così, con riferimento agli obblighi di informazione relativi alla fase antecedente all'esecuzione dell'ordine, il Collegio non si accontenta della dichiarazione del cliente di presa visione del fascicolo informativo, ma pretende che l'intermediario provi di avere messo la sua controparte nelle condizioni concrete di effettuare una scelta consapevole⁴⁸. O ancora, con riguardo alle regole di condotta imposte ai fini dell'espletamento del giudizio di adeguatezza e appropriatezza dell'ordine, l'Arbitro, pur valorizzando la portata del principio di autoresponsabilità al fine di negare la sufficienza della contestazione da parte del cliente della veridicità delle risposte date al questionario Mifid da lui sottoscritto per fondare la responsabilità dell'intermediario,

MAFFEIS, *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., 3 ss.

⁴⁸ ACF, Decisioni nn. 418, 579, 659 del 2018.

riconosce la responsabilità di quest'ultimo qualora emerga una chiara contraddizione tra le risposte fornite e il profilo di rischio assegnato all'investitore⁴⁹.

Anche l'Arbitro bancario valuta i fatti *ex post* e bilancia gli interessi stabilendo la prevalenza dell'uno sull'altro a seguito dell'eventuale accertamento della violazione delle norme di riferimento. Tuttavia, inducono a declinare diversamente il giudizio svoltosi innanzi a esso in alcune specifiche ipotesi, da un lato, l'oggetto della tutela della disciplina e, dall'altro, gli strumenti messi a disposizione dall'ordinamento per la sua attuazione.

In premessa, va sottolineata la diversa tipologia di rapporti presenti, rispettivamente nei mercati bancari e finanziari: di finanziamento, nel primo; di investimento, nel secondo.

Ciò detto, nelle materie in cui appare evidente che nell'operare il bilanciamento l'ABF ha in mente l'incidenza della regola espressa dal giudizio sulle condotte future dell'intermediario, lo scopo della disciplina sembra essere anzitutto di assicurare la conoscenza da parte del cliente delle condizioni economiche del contratto di finanziamento, mentre lo strumento predisposto al fine di realizzarlo è l'obbligo di informazione. La scelta finale sul se concludere il contratto resta rimessa a una libera valutazione del finanziato. Un po' semplificando, si potrebbe affermare che dinanzi a tali tipologie di controversie l'interesse generale che connota la disciplina è a che gli intermediari consentano ai propri clienti una valutazione in ordine alla convenienza economica del finanziamento, anche al fine di raffrontare le diverse offerte nel mercato; valutazione che passa per la chiara percezione dei loro diritti patrimoniali.

Nei mercati finanziari, l'oggetto dell'investimento è il risparmio e lo scopo della disciplina è di assicurare la sua corretta allocazione tenendo conto delle attitudini al rischio del singolo risparmiatore anche in relazione alla sua situazione patrimoniale. Lo strumento predisposto è l'obbligo di cura dell'interesse altrui, rispetto al quale l'esecuzione degli obblighi di informazione attiva e passiva costituisce soltanto una

⁴⁹ ACF, decisioni nn. 242, 590, 1141 del 2018. Per un quadro generale dei primi orientamenti dell'Arbitro per le controversie finanziarie v. R. DI RAIMO, *L'Arbitro per le controversie finanziarie: i primi orientamenti*, cit., 7 ss.

delle modalità di attuazione, senza tuttavia esaurirle⁵⁰. Sebbene la scelta sul se impartire l'ordine sia formalmente rimessa al risparmiatore, è l'intermediario che deve orientare il suo effettivo convincimento, quantomeno nei servizi di investimento non meramente esecutivi. Il giudizio dinanzi all'Arbitro ha perciò stesso a oggetto la valutazione della idoneità delle condotte dell'intermediario a orientare correttamente il convincimento del cliente e, dunque, della loro effettiva coerenza con lo scopo della cura dell'interesse altrui⁵¹. Ciò, laddove il suo esito nell'ipotesi di accertato inadempimento è la condanna al risarcimento del danno.

La tensione verso l'ampliamento delle tutele dei clienti è dimostrata da molte pronunce dell'ACF. Tra queste, spicca quella che ha riconosciuto la legittimazione attiva dei risparmiatori a proporre azione di risarcimento dei danni anche nei confronti dell'ente ponte e dei successivi cessionari per la violazione delle regole di condotta delle banche sottoposte a procedura di risoluzione sulla base del d.lgs. n. 180 del 2015. Interpretando la disciplina di riferimento (e in particolare il menzionato decreto e i provvedimenti della Banca d'Italia del 22 novembre 2015 con cui sono stati definiti i termini della cessione), il Collegio ha reputato di ammettere la legittimazione passiva della Nuova Banca sul presupposto del trasferimento a essa dei rapporti contrattuali facenti capo alla vecchia banca⁵².

Questa decisione dimostra viepiù che l'ACF giudica del rapporto nella prospettiva della sua giustizia, senza che il bilanciamento degli interessi in conflitto venga influenzato dalla valutazione dell'impatto del suo esito sulla stabilità del sistema, ove si ponga mente alla

⁵⁰ La non sufficienza dell'obbligo di informazione ai fini della tutela del cliente è testimoniata viepiù da quel filone giurisprudenziale sulla meritevolezza della causa in concreto che ha trovato proprio nei mercati finanziari un terreno fecondo: in argomento, per tutti, A. TUCCI, *La negoziazione degli strumenti finanziari derivati e il problema della causa in concreto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, 68 ss.; ID., *Condotta dei contraenti e meritevolezza degli interessi nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Corr. Giur.*, 2018, 349 ss.; ID., *Il contratto inadeguato e il contratto immeritevole*, in *Contr. Impr.*, 2017, 921 ss.

⁵¹ R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo, e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit., 457 ss.; D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, cit., 3 ss.

⁵² ACF decisione n. 1278 del 2019.

circostanza che la *ratio* ispiratrice della disciplina primaria è di tutelare, più che i singoli investitori, il mercato e la sua stabilità. Il che avrebbe dovuto condurre, come osservato⁵³, alla soluzione opposta, ossia al diniego della legittimazione passiva della Nuova Banca.

7. Conclusioni

A conclusione di queste sintetiche notazioni, il quadro che emerge a proposito del legame esistente tra ADR e funzione di conformazione dell'attività di impresa risulta quanto mai eterogeneo. Premessa la necessità di limitare il ragionamento soltanto ad alcune ADR c.dd. valutative nei mercati regolati, emerge che il modo di atteggiarsi della detta funzione può altresì dipendere dalla struttura dei mercati e dallo stesso approccio regolatorio verso di essi adottato, oltre che dall'oggetto del giudizio.

Sotto il primo profilo, là dove l'approccio regolatorio è caratterizzato dalla implementazione della trasparenza quale principale strumento di tutela, è più facile che la funzione di conformazione delle condotte delle imprese svolta dall'Organismo di risoluzione delle controversie si manifesti nella formazione di una regola, all'esito del giudizio, idonea a concorrere con il sistema di regole costituenti il quadro normativo, allo scopo di diminuire la conflittualità tra gli operatori del mercato. Là dove, invece, l'approccio regolatorio si rifletta in una più incisiva limitazione dell'autonomia dei contraenti, la medesima funzione sembra piuttosto affidata all'autorevolezza dell'organo e alla sua capacità di influenzare per il futuro l'adozione di condotte virtuose da parte degli operatori.

Sotto il secondo profilo, un ruolo non secondario sembra essere altresì svolto dal rimedio invocato in giudizio a tutela dell'interesse leso. Ciò, quantomeno per isolare all'interno della giurisprudenza dell'Arbitro bancario e finanziario le ipotesi nelle quali è più evidente la funzione regolatoria da esso assolta. Segnatamente, gli orientamenti dell'Arbitro bancario che testimoniano di questa sua peculiare funzione prendono forma nell'ambito di giudizi nei quali l'oggetto della richiesta non è mai il risarcimento del danno. Nelle controversie riguardanti la

⁵³ R. DI RAIMO, *L'Arbitro per le controversie finanziarie: i primi orientamenti*, cit., spec. 31.

materia sia delle polizze assicurative collegate al credito, sia della cessione del quinto, la soluzione della lite passa per l'accoglimento o il rigetto dell'azione restitutoria. L'intervento dell'Arbitro è apprezzabile sul piano della individuazione di standard di condotte che, se rispettati, escludono la violazione della regola. È, dunque, apprezzabile a monte della stessa violazione. Diversamente sembra essere nelle ipotesi in cui il giudizio è volto all'accertamento del danno. Il rimedio risarcitorio infatti, stante la relativa funzione compensativa, presuppone un giudizio che, per il tramite dell'accertamento della violazione, la prova del danno e del nesso di causalità, non può che essere orientato anzitutto alla realizzazione della giustizia nel rapporto⁵⁴.

⁵⁴ In altra prospettiva opera la figura d'oltre oceano del risarcimento del danno extracompensativo quale strumento di regolazione del mercato, sul quale, per tutti, G. CALABRESI, *Costo degli incidenti e responsabilità civile: analisi economico-giuridica*, Milano, 1975. A fronte della inefficienza di un sistema di responsabilità basato sulla colpa, l'A. reputa che lo strumento più adeguato per ridurre gli incidenti sia rappresentato dalla responsabilità oggettiva. In questa prospettiva, l'efficacia deterrente sarebbe assicurata dal superamento della logica compensativa che vede il risarcimento necessariamente calibrato sulla entità del danno. Sulle modalità di quantificazione del danno, poi, le tecniche utilizzate possono essere molteplici: A.M. POLINSKY e S. SHAVELL, *Punitive damages: an economic analysis*, in *Harv. L. Rev.*, 1998, vol. 111, 870 ss.; R. CRASWELL, *Deterrence and damages: the multiplier principle and its alternatives*, in *Michigan Law Review*, 1999, vol. 97, 2185 ss. All'interno dei nostri confini, apre alla funzione ultracompensativa del risarcimento in materia non patrimoniale P. PERLINGIERI, *Le funzioni della responsabilità civile*, in *Rass. dir. civ.*, 2011, 115 ss. Nella medesima prospettiva F. QUARTA, *La funzione deterrente della responsabilità civile*, Napoli, 2010, 125 ss., 266 ss. e 327; ID., *Private Enforcement and the Deterrent Effect of Private Actions: An Overview*, in *Riv. dir. impr.*, 2011, 1, 125 ss.

Rating e tutele

SOMMARIO: 1. Agenzie di *rating*, emittenti ed investitori: i personaggi di una trama complessa. – 2. Tratti essenziali del *rating* e dei modelli di *business* delle agenzie. – 3. *Rating*, libertà d’espressione e libertà di stampa. – 4. La responsabilità civile delle agenzie di *rating*.

1. Agenzie di rating, emittenti ed investitori: i personaggi di una trama complessa

Nella scena dei mercati finanziari, il *rating* del credito ha ormai assunto un ruolo di *deus ex machina*: è noto, infatti, come i *rating* relativi ad un emittente, ad un titolo o ad un insieme di titoli emessi dalle principali agenzie di settore,¹ in ragione della loro affidabilità e della loro immediata comprensibilità,² siano in grado di influenzare le strategie di investimento tanto degli investitori istituzionali quanto di quelli al dettaglio.³

¹ Ci si riferisce, in particolare, ai *rating* emessi dalle quattro *big* a livello mondiale: ossia, la canadese DBRS e le statunitensi Fitch, Moody’s e Standard and Poor’s, operanti, negli Stati Uniti e nell’Unione Europea, in regime – non pare scorretto scriverlo – di oligopolio. In relazione alla scarsa concorrenza tra le agenzie di *rating*, si v., *ex multis*, G. FERRI E P. LACITIGNOLA, *Concorrenza e agenzie di rating: il dibattito economico*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, *passim* e spec. 306-316; e G. OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, *passim*.

² I *rating*, infatti, riassumendo in poche lettere i risultati di una valutazione particolarmente complessa, «rispondono a un inevitabile bisogno di semplificazione cognitiva» (così L. ENRIQUES E M. GARGANTINI, *Regolamentazione dei mercati finanziari, rating e regolamentazione del rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2010, 500). Sulla problematica della semplicità delle informazioni nei mercati finanziari e l’immediata comprensibilità dei *rating*, si v. anche E. DEPETRIS, *La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nella disciplina italiana ed europea*, Torino, 2015, 1-16.

³ Sul punto pare condivisibile quanto affermato da F. VELLA, *Il rating: alla ricerca di una terza via*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 325, il quale osserva come «Il rating è, cioè, divenuto pericoloso non in quanto tale, ma per il fatto di aver anestetizzato la capacità di conoscere, ragionare, verificare e controllare, di tutti coloro che operano sul mercato. E se [...] chi in un rapporto costi/benefici, ha tutto il diritto a farsi

Se, da un lato, l'esperienza ormai maturata dalle agenzie consente alle stesse di produrre *rating* che, nella gran parte delle volte, hanno un alto tasso di affidabilità, dall'altro non si può negare la possibilità di gravi falle e criticità (sulle cui tipologie presto si dirà), tali da compromettere le scelte che sulla base degli stessi sono assunte da investitori ed emittenti. Di conseguenza, da tempo si è posto il problema di come tutelare l'investitore o l'emittente che abbiano subito un pregiudizio da un *rating* non valido.⁴

Prima di approfondire la tematica dell'eventuale responsabilità in capo ad un'agenzia di *rating* pare però opportuno precisare alcuni aspetti del fenomeno in esame, a cominciare dalla definizione di *rating* e dai modelli di business adottati dalle agenzie.

2. *Tratti essenziali del rating e dei modelli di business delle agenzie*

Il fenomeno del *rating* del credito nasce già nel diciannovesimo secolo negli Stati Uniti con la finalità di fornire informazioni utili ai – piccoli e grandi – capitalisti desiderosi di investire le proprie risorse in attività profittevoli, specie nell'espansione verso Ovest (e, quindi, *in primis*, nella ferrovia).⁵ Le prime agenzie di *rating*, invero, raccoglievano e pubblicavano informazioni relative alle compagnie che

anestetizzare, e cioè il risparmiatore che non ha mezzi, risorse e tempo per “andare oltre” la tripla A che marca il suo piccolo investimento, la stessa cosa non può dirsi per chi, si pensi ai fondi di investimento o agli intermediari creditizi, ha invece l'obbligo di verificare e indagare, senza fare del *rating* il suo unico ed esclusivo parametro di riferimento». Sul punto, assume rilevanza anche quanto notoriamente affermato dall'*ex* presidente della Banca Centrale Europea, Mario Draghi: «Bisognerebbe imparare a vivere senza le agenzie di *rating* o quanto meno imparare a fare meno affidamento sui loro giudizi» (in S. AMOROSINO, *Rilevanze pubblicistiche dell'attività di rating finanziario*, in *Dir. banc. fin.*, 3, 2013, 415).

⁴ D'ora in poi, ci si riferirà sempre alla «validità» del *rating*, non alla sua «inesattezza», «erroneità», *ecc.* La scelta terminologica è dovuta alla considerazione che il *rating*, in quanto «parere relativo», non è suscettibile di un giudizio di veridicità o falsità (si v. quanto si scriverà a breve).

⁵ Sul punto, si v., *ex multis*, R. SYLLA, *A Historical Primer on the Business of Credit Rating*, in R. M. LEVICH, G. MAJNONI, C. REINHART (a cura di), *Ratings, Rating Agencies and the Global Financial System*, Springer, 2002, 19-40; e A. DARBELLAY, *Regulating Credit Rating Agencies*, Edward Elgar, 2013, 13-28.

potevano costituire oggetto di investimenti, ed i loro ricavi derivavano dalla vendita di dette pubblicazioni.⁶

Rispetto ai suoi albori, il *rating* è ovviamente profondamente cambiato. Nonostante le agenzie di *rating* perseguano ancor oggi l'obiettivo di informare in modo utile i potenziali investitori;⁷ l'oggetto dell'informazione da esse prodotto è profondamente cambiato e, in un certo senso, non è neppure più possibile parlare di *informazione*, almeno in senso stretto: infatti, quanto pubblicato al giorno d'oggi dalle agenzie di *rating* non si sostanzia più in un insieme di dati relativi ad uno o più titoli o ad un emittente, ma in una valutazione sul merito creditizio, sempre di uno o più titoli (cd. «*issue rating*») o di un emittente (cd. «*issuer rating*»), basata sulla analisi di titoli o emittenti e riassunta in una combinazione di lettere o simboli, di facile e pronta comprensione.

Non solo: al giorno d'oggi, il *rating* è anche una previsione sul *risk of default* di un emittente, ossia sul rischio che lo stesso non adempia ad alcune o a tutte le proprie obbligazioni.⁸

⁶ Le agenzie – *rectius*: gli antenati delle agenzie – inizialmente pubblicavano informazioni sugli assetti proprietari, sulla capitalizzazione, sulla gestione delle compagnie ferroviarie. A queste informazioni ben presto seguì un'analisi dei titoli delle compagnie stesse ed una valutazione sulla qualità di un eventuale investimento negli stessi, con l'utilizzo di simboli alfanumerici. A riguardo, si v. M. MARCHESI, *Rating e trasparenza. Esperienze europee e nordamericane a confronto*, Torino, 2015, 20.

⁷ In quest'ottica, le agenzie di *rating* possono essere correttamente definite come «*information intermediaries*» (così M. LEHMANN, *Civil liability of rating agencies – an insipid sprout from Brussels*, in *Capital Market Law Journal*, 11, 1, 2016, 61)

⁸ A riguardo, si v. G. PRESTI, *Take the AAA train: note introduttive sul rating*, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 252-253, che definisce il *rating* come «una valutazione previsionale da parte di un soggetto specializzato sulla capacità di un ente (normalmente una società, ma anche un ente di tipo diverso, p.e. uno Stato sovrano) di soddisfare regolarmente i propri debiti per capitale e interessi (oppure una particolare categoria di debiti di quel soggetto: p.e. una data emissione obbligazionaria)». Similmente, G. ALPA, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 78, considera il *rating* «come un'informazione sintetica e prognostica (in quanto fondata sulla stima del grado di probabilità di eventi finanziari futuri), la quale assume valenza nei termini di una «mera opinione» e non certo di una «raccomandazione» alla gestione dei portafogli di investimento finanziario».

Il Regolamento (CE) n. 1060/2009,⁹ che disciplina in maniera unitaria il fenomeno del *rating* a livello di Unione Europea, conferma quanto appena scritto, definendo il *rating* del credito come «un *parere* relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari, o di un emittente di un debito, di un'obbligazione di debito o finanziaria, di titoli di debito, di azioni privilegiate o altri strumenti finanziari, emessi utilizzando un sistema di classificazione in categorie di rating stabilito e definito» (enfaticizzazione di chi scrive).¹⁰

Come anticipato, quindi, il *rating* non è una informazione – sottoponibile ad un giudizio di verità o falsità¹¹ –; non è nemmeno una raccomandazione a comprare un determinato titolo, a tenerlo in portafoglio o a venderlo;¹² il *rating* è, come detto, un «parere», ossia,

⁹ Più precisamente, il Regolamento (CE) N. 1060/2009 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 settembre 2009, relativo alle agenzie di rating del credito, e successive modifiche.

¹⁰ Così l'art. 3, co. 1, lett. a), *Definizioni*, del Regolamento (CE) N. 1060/2009. La definizione data dalla normativa europea, peraltro, rispecchia quella data Organizzazione Internazionale delle Commissioni sui Valori Mobiliari (cd. «IOSCO») nel 2004: «*For the purposes of the Code Fundamentals, a “credit rating” is an opinion regarding the creditworthiness of an entity, a credit commitment, a debt or debt-like security or an issuer of such obligations, expressed using an established and defined ranking system*» (così IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, 2004, 3). Più propriamente, la revisione del Codice IOSCO del 2015 rivede la definizione del 2004 sostituendo il termine «*opinion*» con *assessment*» (ossia, valutazione). Infatti, «*the definition of “credit rating” is revised by replacing “opinion” with “assessment”. This modification is intended to reflect the fact that under the provisions of the IOSCO CRA Code, CRAs should strive to determine credit ratings: (1) using methodologies that are rigorous, among other things; (2) that reflect all information known, and believed to be relevant at the time when the credit rating is determined; (3) using analysts that have appropriate knowledge and expertise; and (4) that are free of bias and not influenced by conflicts*» (così IOSCO, *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies. Final Report*, 2015, 7).

¹¹ Come è invece lo *scoring*, che si sostanzia in una elaborazione – generalmente attraverso l'uso di un algoritmo – di dati storici (quali, ad esempio, quelli di bilancio), e, di conseguenza, sottoponibile ad un giudizio di verità o falsità.

¹² Così l'art. 3, co. 2, lett. a), Regolamento (CE) N. 1060/2009. Sul punto, si v. anche Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 465, che esaustivamente precisa come «Le valutazioni sull'affidabilità creditizia, cosiddetti rating, non rappresentano consigli di investimento e non offrono consulenza finanziaria dovendo poi ciascun investitore effettuare le proprie scelte a suo esclusivo

non già in una serie di dati oggettivamente verificabili ma in una *valutazione* degli stessi,¹³ che potrà variare a seconda dell'agenzia che esprimerà il giudizio. Si parla di "relatività" del rating proprio per esprimere la soggettività dell'angolo visuale di chi lo rilascia.

Non solo i criteri di valutazione potranno essere diversi,¹⁴ ma anche il significato attribuito alle combinazioni di lettere e simboli (le cdd. «categorie di *rating*»).15

Come già anticipato, il modello di business delle agenzie è profondamente mutato rispetto alle origini del fenomeno: infatti, i proventi delle stesse non sono più dati dalla vendita delle informazioni raccolte e poi pubblicate. È noto, infatti, come, al giorno d'oggi, i *rating* siano di pubblico dominio. Nello specifico, sono gli stessi emittenti a richiedere alle agenzie di valutare il loro merito creditizio o quello di uno o più titoli che hanno emesso (cd. «*solicited rating*»), e a pagarle per questo.

Quello appena descritto è il cd. «*issuer-pays model*» che, invero, genera non poche perplessità in relazione al potenziale conflitto di interessi che potrebbe sorgere in capo alle agenzie, chiamate, appunto, a valutare chi le paga: ed infatti si è soliti parlare di *rating shopping*,

rischio, avvalendosi eventualmente di un promotore finanziario a sua scelta che valuti il rischio in riferimento alla situazione finanziaria del singolo investitore».

¹³ Detta valutazione combinerà due approcci: uno cd. «*backward looking*», fondato su dati passati ovvero attuali (come le informazioni contabili relative all'emittente), l'altro cd. «*forward looking*», fondato su dati relativi alla gestione dell'emittente, e che pertanto contribuiscono a formare il carattere previsionale della valutazione prodotta dall'agenzia.

¹⁴ Ad esempio, per Standard and Poor's il *default* di un emittente si verifica nel caso di *i*) un mancato pagamento (purché, ovviamente, lo stesso sia dovuto); *ii*) richiesta spontanea di accesso ad una procedura concorsuale; o, ancora *iii*) di offerta di ristrutturazione di debito (purché la stessa ne riduca il valore). Per Moody's, invece, il *default* di un emittente si verifica nel caso di *i*) mancato o ritardato pagamento degli interessi e del capitale a scadenza; o *ii*) mutamento nelle condizioni del debito (purché in senso sfavorevole agli investitori). Sul punto si v. E. MACIARIELLO, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca imp. soc.*, 1, 2018, 159-160, e spec. nt. 8.

¹⁵ Ai sensi dell'art. art. 3, co. 1, lett. h), Regolamento (CE) N. 1060/2009, la categoria di *rating* è «un simbolo, come ad esempio una lettera o un simbolo numerico che potrebbe essere integrato da caratteri identificativi, utilizzato nell'ambito di un rating per fornire una misura del rischio relativo, al fine di distinguere le diverse categorie di rischio dei tipi di entità, emittenti e strumenti finanziari o altre attività oggetto di rating».

onde sottolineare come gli emittenti possano essere indotti a rivolgersi verso agenzie particolarmente compiacenti nella valutazione del merito creditizio loro o dei loro titoli. *Contra*, le agenzie di rating hanno sempre obiettato che il rischio di una loro “cattura” era insussistente per l’importanza da esse assegnata alla propria reputazione – reputazione fondata non solo sulla bontà dei criteri di valutazione adottati ma, anche, sull’indipendenza e sulla serietà di giudizio –; reputazione sulla base della quale gli emittenti si rivolgono alle agenzie per ottenere il *rating*.

Questa difesa – è la cd. «teoria reputazionale» –, però, se in linea teorica potrebbe apparire condivisibile, nei fatti perde buona parte della propria persuasività dinnanzi all’attribuzione al *rating* di una «forza normativa», almeno in senso lato: sempre più spesso, infatti, i legislatori – quello europeo compreso – usano “premiare” condotte finanziarie quando esse siano state avvalorate da un rating emesso da un’agenzia accreditata.¹⁶ Ad esempio, il *rating* assume un ruolo chiave nella disciplina relativa al patrimonio di vigilanza delle banche (in particolare nella ponderazione del rischio degli asset),¹⁷ con la

¹⁶ In Europa, dall’Autorità Europea degli Strumenti Finanziari e dei Mercati le agenzie accreditate sono le cdd. «*External Credit Assessment Institution*» o «ECAI», tra le quali, immancabilmente, figurano le quattro sorelle DBRS, Fitch, Moody’s e Standard and Poor’s. Si noti che l’art. 39-ter, co. 2, par. 2, *Obblighi di comunicazione* Regolamento (CE) N. 1060/2009 delegava la Commissione a presentare al Parlamento europeo e al Consiglio (entro il 31 dicembre 2016) una relazione sull’opportunità e la fattibilità di istituire un’agenzia di *rating* europea, preposta alla valutazione del merito creditizio del debito sovrano degli Stati membri e/o una fondazione europea di rating del credito per tutti gli altri rating del credito. La relazione della Commissione ha ritenuto inutile l’istituzione di tale agenzia, considerando che la stessa apporterebbe un «esiguo valore aggiunto alle informazioni già esistenti» (si v. Commissione Europea, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio riguardante [...] la fattibilità di un’agenzia di rating del credito europea*, COM/2016/0664 final, 22). Va inoltre considerato come una simile agenzia potrebbe trovarsi a dover competere – inizialmente, di sicuro, non ad armi pari – con il *know-how* e la reputazione delle quattro *big*.

¹⁷ Disciplinati dal Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012. Si v., in particolare, l’art. 113, co. 1, *Calcolo degli importi delle esposizioni ponderati per il rischio*, del Regolamento appena citato, il quale così stabilisce: «Per il calcolo degli importi delle esposizioni ponderati per il rischio [...] La qualità creditizia può essere

conseguenza che gli emittenti *necessariamente* si rivolgeranno alle agenzie per ottenere un *rating*.¹⁸ Sfuma, pertanto, la portata della tesi che mette al centro la reputazione dell'agenzia di rating come fattore discriminante la scelta di ricorrere alla stessa. Peraltro, è noto che le agenzie possono anche emettere «*unsolicited ratings*», ossia esprimere valutazioni su un emittente o su uno o più suoi titoli anche se non richiesti e pagati dall'emittente stesso. Questo, da un lato, assicura certamente una maggiore indipendenza dell'agenzia nel giudizio; dall'altro, tuttavia, può facilmente dar luogo a condotte anti-competitive: si pensi all'ipotesi in cui un emittente si rivolga solo ad alcune agenzie per ottenere un *rating*, ottenendo un giudizio positivo, ma un'altra agenzia, non interpellata, emetta un *rating* negativo – si potrebbe dire – per ritorsione.¹⁹ La conseguenza? L'emittente si rivolgerà all'agenzia che ha emesso il *rating* non richiesto, pagandola, per ottenere un *rating* nuovo e potenzialmente migliore.²⁰

determinata con riferimento *alle valutazioni del merito di credito espresse dalle ECAI*».

¹⁸ Sul punto, si v., *ex multis*, A. VERNATA, *Costituzione, rating e sovranità nello spazio giuridico globalizzato*, in *Diritto Pubblico*, 2018, 990-992, che sottolinea come «L'effetto di un *rating* non elevato, tuttavia, non si ripercuote esclusivamente sul tasso di interesse e, quindi, sul costo del credito. Esso, al contrario, può arrivare a inibire, *tout court*, l'afflusso di capitali da parte di determinati investitori, quali, ad esempio, quelli istituzionali [...] rendendo difficile il reperimento di liquidità sul mercato».

¹⁹ Il caso *Jefferson County School District v. Moody's* del 1993 è esemplificativo di quanto appena affermato: il distretto scolastico della contea di Jefferson, volendo emettere dei titoli di credito, si era rivolto a Fitch e a Standard and Poor's per la valutazione degli stessi (ottenendo dei *rating* positivi). Poco prima dell'inizio delle contrattazioni dei titoli *de quo*, Moody's ha pubblicato un *unsolicited rating*, negativo, sugli stessi, pregiudicandone fortemente le contrattazioni. Sul caso in questione, si v., *ex multis*, F. PARTNOY, *How and why credit rating agencies are not like other gatekeepers*, in University of San Diego – School of Law, *Legal Studies Research Paper Series*, n. 07-46, 2006, 71-73. In tema di *unsolicited rating*, si v. anche quanto affermato da R. LENER e M. RESCIGNO, in *Analisi giur. econ.*, 2, 2012, 358: «Se il rischio del conflitto di interessi appare evidente, deve comunque notarsi che siffatte valutazioni «non volute» possono svolgere un ruolo positivo nei mercati più piccoli o più opachi; in quelli cioè in cui sia più difficile procurarsi informazioni. Non di meno, se queste valutazioni sono espresse in via autonoma dall'agenzia, esse non potranno che basarsi sui dati pubblicamente disponibili, non potendo per ciò essere particolarmente approfondite e, in ultima analisi, davvero affidabili».

²⁰ Così, *ex multis*, G. FERRI e P. LACITIGNOLA, *op. cit.*, 313. Ad ogni modo, il nuovo *rating* emesso potrebbe essere migliore anche, al di là di ogni malizia, per il

Come emerge già da queste prime brevi riflessioni, è evidente che un *rating* possa risultare imperfetto già a causa delle opacità che possono caratterizzare il modello di *business* dell'agenzia di *rating*. A ciò si aggiunga che il processo valutativo utilizzato dalle agenzie per l'analisi dei dati e l'elaborazione del *rating* può presentare «falle» di vario genere. Viene dunque da chiedersi quali siano i profili di responsabilità dell'agenzia nel caso in cui il *rating* emesso dalla stessa sia imperfetto e rechi un pregiudizio ad investitori ovvero a emittenti.

3. Rating, libertà d'espressione e libertà di stampa

Prima di soffermarci sulla disciplina dei profili di responsabilità delle agenzie di *rating* nell'ordinamento europeo e interno, pare opportuno affrontare una questione che, diremmo, è “preliminare” ad ogni analisi del tema della responsabilità, di rilevanza tanto teorica quanto pratica. Si è detto che il *rating* è definito come un parere – una «*opinion*» – e che, in quanto tale, non può essere giusto o sbagliato, corretto o errato, ossia, più precisamente, che non può essere assoggettato al giudizio “vero/falso”.

Trattandosi di una previsione sulla capacità di un emittente di ripagare le proprie obbligazioni, la sua validità può essere verificata solo *ex post*, ossia nel momento in cui l'emittente risulti adempiente ovvero inadempiente.

Queste considerazioni hanno in passato portato la dottrina e la giurisprudenza statunitense a ritenere che il *rating* sia protetto dai principi di libertà di espressione e libertà di stampa di cui al I emendamento della Costituzione degli Stati Uniti,²¹ con la conseguenza che le agenzie non potrebbero incorrere in alcuna forma di responsabilità conseguente all'eventuale pubblicazione di *rating* che successivamente si rivelino non validi o che, comunque, rechino un

semplice fatto che, a seguito della richiesta, l'agenzia dispone di una quantità superiore di informazioni da analizzare, fornitegli dall'emittente stesso (così OLIVIERI, *op. cit.*, 286).

²¹ Il quale così recita: «*Congress shall make no law respecting an establishment of religion, or prohibiting the free exercise thereof; or abridging the freedom of speech, or of the press, or the right of the people peaceably to assemble, and to petition the Government for a redress of grievances*».

pregiudizio all'emittente o all'investitore²².

Seguendo questa linea di pensiero, i *rating* sono stati definiti come «*the World's shortest editorials*»²³.

Unico contraltare all'altrimenti certa irresponsabilità delle agenzie fu ritenuta l'applicazione del cd. «*actual malice standard*», in forza del quale un'agenzia di rating sarebbe responsabile nel caso in cui avesse pubblicato un *rating* della cui falsità era a conoscenza, ovvero non curandosi del fatto che lo stesso potesse non essere veritiero (canoni, quelli della veridicità e della falsità, che, ad ogni modo, sembrano difficilmente riconducibili alla definizione di *rating* quale *opinion*).²⁴

Nonostante anche il nostro ordinamento tuteli la libertà di espressione e la libertà di stampa a livello costituzionale, la franchigia assegnata dagli Stati Uniti d'America al *rating* non ha trovato consenso nel nostro Paese sulla scorta della considerazione che essa oblitera la legittimità dell'affidamento che un *rating* relativo al merito creditizio di un emittente o di uno o più suoi titoli suscita in investitori e potenziali investitori.²⁵ Si è aggiunto poi che l'impostazione statunitense sembra

²² Il già citato caso *Jefferson County v. Moody's* (in <https://caselaw.findlaw.com/us-10th-circuit/1211589.html>) ne è un esempio: infatti, la Corte d'Appello competente è giunta alla conclusione che «*Because the School District's complaint fails to allege that Moody's article contained or implied a provably false factual assertion, we conclude that the article is protected by the First Amendment*». Una simile impostazione pare accolta anche da Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *op. cit.*, 465, laddove afferma che «qualsiasi valutazione dell'agenzia di rating [...] non può dar adito ad alcun risarcimento in quanto mera opinione, come tale non passibile di essere classificata errata sulla base di dati oggettivi».

²³ Si v. G. HUSISIAN, *What Standard of Care Should Govern the World's Shortest Editorials?: An Analysis of Bond Rating Agency Liability*, in *Cornell Law Review*, vol. 75, 2, 1990, 446, che criticamente scrive: «*A bond rating – the heart of the information which rating agencies publish – is at most three letters long. While they communicate a lot of information, and represent much work, it is not immediately obvious that bond ratings were what the framers had in mind when they proposed the first amendment. If they are protected at all, then bond ratings are the world's shortest editorials*».

²⁴ Ossia, «*a publisher will not incur liability for a false statement unless the statement was made with "actual malice," i.e., "with knowledge that the statement was false or with reckless disregard for whether or not it was true"*» (così la Corte distrettuale californiana nel caso *County of Orange v. McGraw Hill Companies*, in <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/BR/245/151/1926929/>).

²⁵ Sul punto, si v. Trib. Roma, sez. III, 27 marzo 2015, n. 6827, in *Giurisprudenza delle Imprese* (<https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wordpress/wp->

difficilmente accettabile anche perché il *rating* non è solo un parere ma anche, e ancor di più, un *giudizio tecnico* reso in forma professionale e fondato sull'analisi di dati ed informazioni, con la conseguenza che, se i processi di analisi presentano delle criticità, dell'imperfezione del *rating* dovrà rispondere chi lo ha fornito.²⁶

content/uploads/2017/02/20150327_RG24571-2010-1.pdf), 13, che sottolinea come «tale orientamento – che, in una qualche misura, è sottoposto ad un ampio dibattito critico che, anche negli Stati Uniti, tende fortemente a metterlo in discussione – non appare convincente in quanto il giudizio delle agenzie di *rating* crea, negli investitori, un affidamento sul rischio di credito di un titolo o sulla solvibilità o solidità economico-finanziaria di un emittente, che viene tradito o leso quando la valutazione dell'agenzia è erronea, inesatta o incompleta o comunque frutto di una attività di istruttoria negligente». Sul punto si v. anche Trib. Catanzaro, 2 marzo 2012, n. 685, in *Giur. Comm.*, 2013, II, 468, secondo cui «Non vi è dubbio che i *rating* e, dunque, le informazioni fornite dalle agenzie influenzano i comportamenti delle imprese e degli investitori (non di rado, piccoli risparmiatori). Peraltro, le agenzie hanno, come detto, un rapporto contrattuale solo con le imprese che commissionano loro il *rating*, ma non sono legate da vincoli contrattuali con gli investitori, che, di regola, stringono rapporti contrattuali solo con gli intermediari finanziari»; e Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, così massimato in *Resp. civ. prev.*, 4, 2007, 911-912: «Il *rating* costituisce sicuramente un'informazione se non determinante, quanto meno indicativa del tipo di investimento che si è in procinto di effettuare e la sua mancata comunicazione rappresenta la violazione dei più elementari obblighi informativi». Sul punto, va anche condiviso quanto scritto – in un'ottica più ampia – da R. LENER e M. RESCIGNO, *op. cit.*, 356: «Il rilievo del *rating* nella determinazione dei requisiti patrimoniali di banche e intermediari finanziari, nella determinazione delle scelte di investimento, nella stessa misurazione delle responsabilità degli intermediari nei confronti della clientela *retail*, porta naturalmente le agenzie di *rating*, e l'emissione dei loro giudizi, nell'ambito di quelle istituzioni che non possono essere lasciate, nella loro disciplina, alla autoregolamentazione o alla (ipocrita) riduzione al ruolo di consulenti di chi richiede il *rating* o di «opinionisti» sui mercati finanziari».

²⁶ Condivisibile è quanto scrive S. AMOROSINO, *op. cit.*, 421: «quelle delle agenzie di *rating* non sono mere opinioni, libere ed insindacabili, ma sono giudizi, tecnicamente motivati, a forte incidenza sui mercati, il che comporta responsabilità civilistiche, pubblicistiche, anche penali, in caso di comportamenti non “conformi alle regole” nell'elaborazione dei giudizi stessi correttamente». Sul punto si v. anche quanto affermato da M. LEHMANN, *op. cit.*, 66: «Given that a *rating* is, in fact, a forecast on an issuer's ability to honour its obligations in the future, it is undisputed that there is a certain element of opinion built into it. Ratings are merely prognoses, and as such, are subject to error even where the most exacting standards have been met. That is not the same as to say that [Credit Rating Agencies] merely state opinions. Instead, rating agencies expressly or implicitly claim to have conducted a thorough review of the financial condition of the issuer and the terms of his offer, based on a

4. *La responsabilità civile delle agenzie di rating*

Se, come appena esposto, affrancare le agenzie da ogni forma di responsabilità in caso di *rating* non valido, giustificando un simile esonero sulla base delle loro libertà di espressione e di stampa, non è tesi che ha trovato ospitalità nel nostro ordinamento; se questo non pare accettabile, si diceva, va allora trovato un giusto bilanciamento tra le libertà di espressione e di stampa delle agenzie – che, in ogni caso, non si può *in toto* disconoscere, posto che, comunque, il *rating* è pur sempre un «parere» – e le esigenze di tutela di investitori ed emittenti, senza che dette esigenze si trasformino in una *iper-tutela*, legittimante condotte parassitarie ovvero opportunistiche.²⁷ Il legislatore europeo è intervenuto sul punto nel 2013²⁸ introducendo nel Regolamento (CE) N. 1060/2009 l'art. 35-*bis* *Responsabilità civile*,²⁹ il quale offre tutela

comprehensive analysis of facts. This claim is precisely why investors subscribe to ratings. Investors do not rely on mere opinions, but rather on the facts that allegedly support them. If and where these facts are wrong, liability should be imposed. Rating agencies do not deserve protection where the factual basis of their ratings is false or where they have failed to properly analyse underlying facts. This conforms also to the US Constitution because the First Amendment does not bar the courts from sanctioning false and deceptive speech, independent of whether one considers ratings as free speech in the sense of this provision».

²⁷ E. CERVONE, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, I, 293 nota come l'espandere la sfera della responsabilità delle agenzie di *rating* aumenterebbe il prezzo dei servizi svolti dalle agenzie stesse, onde far fronte alla loro – più ampia – esposizione a forme di responsabilità. Un tale aumento dei prezzi potrebbe avere conseguenze avverse: piuttosto che proteggere dai trasgressori, potrebbe allontanare le agenzie osservanti della legge.

²⁸ Con il Regolamento (UE) n. 462/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 maggio 2013, che modifica il regolamento (CE) n. 1060/2009 relativo alle agenzie di *rating* del credito.

²⁹ Se, da un lato, lo strumento legislativo del Regolamento consente di raggiungere, tra gli Stati membri, la massima armonizzazione della disciplina della responsabilità civile delle agenzie di *rating*; dall'altro, va notato, come al legislatore nazionale di limitare – rispetto a quanto previsto dal legislatore europeo – la responsabilità delle agenzie di *rating* purché tale limitazione, a pena della sua efficacia sul piano giuridico, sia *i*) ragionevole; *ii*) proporzionata; *iii*) consentita dal diritto nazionale applicabile (così il terzo comma dell'art. 35-*bis*). Non solo: allo stesso diritto nazionale il legislatore europeo rinvia anche per l'interpretazione di taluni termini impiegati dalla norma, quali «danno», «intenzione», «colpa grave», «affidamento ragionevole», «dovuta attenzione», «incidenza», «ragionevolezza» e «proporzionalità» (si v. il quarto comma dell'art. 35-*bis*).

all'investitore e all'emittente che abbiano subito un pregiudizio a causa di un *rating*.

Invero, l'art. 35-*bis* – che è costruito in modo estremamente dettagliato e, come si vedrà a breve, con una tecnica legislativa in un certo senso *inedita* – crea un regime di responsabilità fondato non sulla veridicità o falsità del *rating* pregiudizievole all'investitore o all'emittente, ma sulla sua validità o invalidità e, pertanto, guardando ai processi con cui lo stesso *rating* è stato elaborato dall'agenzia. Infatti, l'investitore o l'emittente pregiudicati da un *rating* dovranno anzitutto dimostrare che l'agenzia che lo ha emesso ha commesso una delle violazioni di cui all'Allegato III del Regolamento *de quo*. L'allegato in questione individua diverse tipologie di condotte, quali violazioni di disposizioni in materia di prevenzione dei conflitti di interesse, di adeguatezza dei requisiti organizzativi e operativi, di cooperazione con l'attività di vigilanza, di informativa al pubblico, *etc.*³⁰ La novità della tecnica normativa è data dal sistema di rinvii dall'Allegato (che individua la condotta censurata dell'agenzia) all'articolato del Regolamento o ad un altro Allegato del Regolamento (che individuano l'obbligo in capo all'agenzia violato dalla condotta della stessa).³¹

Investitore o emittente, oltre alla commissione della violazione da parte dell'agenzia di *rating*, dovranno anche dar prova che la stessa abbia commesso detta violazione intenzionatamente o con colpa grave.³²

³⁰ Sul punto, si v. quanto affermato da C. PICCIAU, *The Evolution of the Liability of Credit Rating Agencies in the United States and in the European Union: Regulation after the Crisis*, in *European Company and Financial Law Review*, 15, 2, 2018, 387, la quale sottolinea come «*the infringements listed in Annex III constitute, first of all, a closed – and to some extent, rigid – system, which may need ongoing review as rating services evolve and expand and which may also present significant loopholes*».

³¹ A titolo esemplificativo, si v. il pt. 17 dell'Allegato III: «L'agenzia di rating del credito viola l'articolo 6, paragrafo 2, in combinato disposto con l'allegato I, sezione A, punto 9, quando non stabilisce una funzione che: a) sia responsabile di riesaminare periodicamente le proprie metodologie, i propri modelli e le principali ipotesi di rating ovvero tutte le modifiche significative, o l'adeguamento di tali metodologie, modelli e principali ipotesi di rating nel momento in cui siano utilizzati o sia previsto di utilizzarli per la valutazione di nuovi strumenti finanziari; b) sia indipendente dai servizi incaricati delle attività di rating del credito; o c) relazioni i membri del consiglio di amministrazione o di sorveglianza».

³² Il considerando n. 33 del Regolamento (UE) N. 462/2013 spiega chiaramente la *ratio* sottesa alla scelta del legislatore: «Tale criterio di colpevolezza è appropriato in

Si noti, poi, che l'investitore potrà chiedere il risarcimento del danno purché provi di aver fatto ragionevole affidamento sul *rating* o, comunque, di aver assunto la decisione di investire nell'emittente o nei titoli oggetto del *rating* con la dovuta diligenza, di tenerli nel proprio portafoglio, ovvero di disinvestire. Più precisamente, l'art. 35-bis, co. 1, par. 2, del Regolamento stabilisce che «Un investitore può chiedere il risarcimento dei danni ai sensi del presente articolo qualora provi di aver ragionevolmente riposto affidamento, in conformità dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in ogni caso con la dovuta diligenza, su un rating del credito per assumere la decisione di investire, detenere o cedere uno strumento finanziario oggetto del rating del credito» (enfasi aggiunta). Il dato letterale dell'articolo impone quindi di operare dei distinguo a seconda che l'investitore sia o meno un'«istituzione finanziaria».³³ Nel caso in cui l'investitore lo sia, esso dovrà dar prova di aver riposto ragionevole affidamento nel *rating* relativo all'oggetto del proprio

quanto l'attività di emissione di rating del credito comporta una certa valutazione di fattori economici complessi e l'applicazione di diverse metodologie può tradursi in risultati di rating differenti, senza che nessuno di essi possa essere considerato errato. Inoltre, è opportuno che le agenzie di rating del credito siano esposte a una responsabilità potenzialmente illimitata unicamente in caso di violazione intenzionale o per colpa grave del regolamento (CE) n. 1060/2009». In tal senso, non pare azzardato potere fare un paragone tra la responsabilità della – *solicited* – agenzia di *rating* e la responsabilità del professionista, il quale, *ex art. 2236 cod. civ.*, «Se la prestazione implica la soluzione di problemi tecnici di speciale difficoltà [...] non risponde dei danni, se non in caso di dolo o di colpa grave». Ed infatti, la valutazione a cui sono chiamate le agenzie è spesso estremamente complessa, basti pensare ai prodotti di finanza strutturata, *ai quali possono essere sottese financo delle mucche* (ci si riferisce ad una nota intercettazione del 2007 di una conversazione di dirigente di Standard and Poor's, relativa al *rating* di un contratto di *Mortgage-Backed Security*: «*We rate every deal. It could be structured by cows and we would rate it*», in <https://www.cnn.com/id/27321998>). In tema di *rating* e finanza strutturata, si v. poi le ulteriori criticità individuate da G. PRESTI, *op. cit.*, 258-262; e da R. LENER e M. RESCIGNO, *op. cit.*, 359-360.

³³ Ossia, ai sensi dell'art. 4, co. 1, par. 1, *Utilizzo dei rating* del Regolamento (CE) N. 1060/2009, richiamato appunto dal citato art. 5-bis, co. 1, *Eccessivo affidamento ai rating del credito da parte delle istituzioni finanziarie*, del Regolamento (CE) N. 1060/2009, richiamato appunto dall'art. 5-bis, co. 1, un ente creditizio, un'impresa di investimento, un'impresa di assicurazione, un'impresa di riassicurazione, un ente pensionistico aziendale o professionale, una società di gestione, una società di investimento, un gestore di fondi di investimento alternativi o una controparte centrale.

investimento. Nello specifico, è l'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento (CE) N. 1060/2009 a precisare il significato di un'espressione di ampia portata come *affidamento ragionevole*: l'istituzione finanziaria dovrà dar prova di aver effettuato una propria valutazione del rischio di credito relativa all'oggetto del proprio investimento o disinvestimento, e di non essersi affidata «esclusivamente o meccanicamente» al *rating* relativo allo stesso.³⁴ In ogni caso, essa dovrà dimostrare di aver agito con la dovuta diligenza (ossia secondo i comuni *standard* operativi e professionali alla stessa riferibili).

Per contro, nel caso in cui l'investitore sia un soggetto diverso da un'istituzione finanziaria, allo stesso non è richiesto di provare di avere effettuato una autonoma valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento o disinvestimento, come quella prevista dall'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento; né, generalmente, una simile valutazione potrebbe ragionevolmente essergli richiesta: infatti, un investitore al dettaglio – quale ad esempio, una persona fisica ovvero una piccola impresa – non dispone in genere delle conoscenze né delle risorse necessarie per svolgere in autonomia una valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento.³⁵ Di conseguenza, all'investitore che non sia una istituzione finanziaria sarà semplicemente richiesto di provare di avere agito con la dovuta diligenza.³⁶

³⁴ Sul punto, si v. F. VELLA e R. GHETTI, *Il rating nelle scelte di investimento dei gestori collettivi del risparmio*, in *Giur. Comm.*, 2016, I, 784, che, guardando all'affidamento che i gestori collettivi del risparmio possono riporre in un *rating*, criticano la scelta del legislatore europeo per la quale «nel caso in cui il rating sia effettivamente l'unica fonte attendibile di informazione riguardante un emittente o un bene, non la si possa considerare "esclusivamente", quantomeno se l'operazione può presentare dei vantaggi per gli investitori che si sono affidati al gestore. Una simile formulazione può infatti proibire investimenti vantaggiosi, ponendo limiti non giustificati all'attività di impresa dei gestori».

³⁵ Correttamente il considerando n. 36 del Regolamento (UE) N. 462/2013 sottolinea come «i piccoli investitori in particolare possono non essere in grado di valutare criticamente un rating del credito fornito da un'agenzia di rating del credito». Il considerando, si noti, non presume che un investitore, in quanto *retail*, automaticamente non sia in grado di valutare criticamente il *rating* di un'agenzia, ma, invece, che *possa* non essere in grado di valutarlo (ed, invero, questa è la situazione più frequente).

³⁶ Peraltro, va notato come la categoria degli investitori che non siano istituzioni finanziarie non si esaurisca solo in persone fisiche e piccole imprese, ma possa

L'emittente, invece, potrà chiedere il risarcimento dei danni qualora provi che esso stesso o i propri strumenti finanziari siano stati oggetto di *rating* e che la violazione di cui all'Allegato III del Regolamento commessa dall'agenzia non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti, fornite dallo stesso emittente all'agenzia, direttamente ovvero tramite informazioni pubblicamente accessibili.³⁷

L'onere probatorio in capo ad investitori e ad emittenti, che già pare particolarmente oneroso, è ulteriormente aggravato dal secondo comma dell'art. 35-*bis*: «Spetta all'investitore o all'emittente fornire elementi informativi precisi e dettagliati che indichino che l'agenzia di rating del credito ha violato il presente regolamento e che la violazione ha avuto un impatto sul rating emesso». Di conseguenza, l'investitore o l'emittente dovranno anche dar prova del nesso di causalità tra violazione ed elaborazione del *rating* prodotto.³⁸

Riassumendo, l'attore dovrà provare: *i*) che l'agenzia di *rating* ha commesso una delle violazioni di cui all'Allegato III del Regolamento (CE) N. 1060/2009; *ii*) che detta violazione è stata realizzata dall'agenzia con dolo o con colpa grave; e *iii*) che ha avuto un impatto sul *rating* emesso.³⁹ E dovrà poi dare prova di questo attraverso

comprendere anche imprese di grandi dimensioni. Queste ultime potrebbero ben disporre di risorse e di un *know-how* sufficientemente adeguati da poter effettuare una propria valutazione del rischio di credito dell'oggetto del proprio investimento o disinvestimento. Viene quindi da chiedersi se, ad un'impresa che presenti dette caratteristiche, possa essere richiesto egualmente di dover provare di aver svolto una valutazione autonoma, se non sulla base dell'art. 5-*bis*, co. 1, del Regolamento, quantomeno sulla base della «dovuta diligenza» alla stessa riferibile.

³⁷ Invero, rispetto ai casi di *solicited rating*, la scelta del legislatore non sembra risolvere in maniera eccessivamente favorevole la criticità individuata dal considerando n. 32 del Regolamento (UE) N. 462/2013: «Gli emittenti possono incontrare difficoltà nel far valere la responsabilità civile delle agenzie di rating del credito nei loro confronti persino quando abbiano un rapporto contrattuale con l'agenzia interessata: ad esempio, il declassamento di un rating deciso sulla scorta di una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 commessa intenzionalmente o per colpa grave può incidere negativamente sulla reputazione e sui costi di finanziamento di un emittente, che ne subisce pertanto un danno anche se non coperto da responsabilità contrattuale».

³⁸ Infatti, «*There is no reason to protect, for example, an investor where the rating he has relied upon has not changed as a result of an infringement*» (così M. LEHMANN, *op. cit.*, 74).

³⁹ Come già spiegato più nel dettaglio pocanzi, a ciò si aggiunga che: *iv*) se l'attore è un investitore qualificabile come istituzione finanziaria, esso dovrà dar prova di

«elementi informativi precisi e dettagliati». Il legislatore, spostando l'onere della prova pressoché *in toto* sull'investitore o sull'emittente, ha così deciso di voler contrastare il fenomeno – crescente – di *over-reliance* (ossia, disovra-affidamento) nei confronti dei *rating* prodotti dalle agenzie⁴⁰.

Tuttavia, un simile regime probatorio potrebbe risultare eccessivamente oneroso e macchinoso per certe categorie di attori (specie gli investitori *retail*), sicché il legislatore – saggiamente, a nostro avviso – vi ha introdotto una valvola di sfogo al secondo paragrafo del secondo comma dell'art. 35-*bis*: «L'organo giurisdizionale nazionale competente stabilisce cosa debba intendersi per elementi informativi precisi e dettagliati, *tenendo in considerazione che l'investitore o l'emittente potrebbe non aver accesso a informazioni che rientrano puramente nella sfera dell'agenzia di rating*». Di conseguenza, l'organo giudicante potrà tarare, caso per caso, alla luce delle specifiche conoscenze e competenze dell'attore, l'*onus probandi* posto in capo allo stesso.

Delineati i tratti essenziali della responsabilità civile delle agenzie di *rating* di cui all'art. 35-*bis*, viene da chiedersi se la stessa sia da ricondurre – per quanto riguarda il nostro ordinamento – all'archetipo della responsabilità contrattuale ovvero della responsabilità aquiliana. *Prima facie*, unico caso in cui la stessa potrebbe essere ricondotta al

avere svolto la valutazione autonoma *ex art. 5-bis* e, comunque, di avere agito con la dovuta diligenza; *v*) se l'attore non è un investitore qualificabile come istituzione finanziaria, esso dovrà in ogni caso dar prova di avere agito con la dovuta diligenza; e, infine, *vi*) se l'attore è un emittente, esso dovrà dar prova di essere stato oggetto del *rating de quo* – o che lo siano stati i suoi titoli – e che la violazione commessa dall'agenzia non è stata causata da informazioni inesatte o fuorvianti, fornite dallo stesso emittente all'agenzia, direttamente ovvero tramite informazioni pubblicamente accessibili.

⁴⁰ Si v. G. PRESTI, *op. cit.*, 275, che osserva come «più si facilita la prova del nesso di causalità, più si rende effettiva la responsabilità civile delle agenzie; ma più si rafforza anche l'affidamento degli utenti nel *rating*. Il *trade-off* è chiaro in quanto la lotta contro la *over-reliance* è tanto più difficile quanto più si agevola lo spostamento sulle agenzie delle conseguenze negative di scelte di investimento sbagliate. La riduzione di valore del *rating* deve, allora, necessariamente accompagnarsi a una maggiore responsabilizzazione dei suoi utenti. In quest'ottica, appare, quindi, condivisibile la scelta prudente del [legislatore europeo] che, lungi dal rappresentare un «regalo» per le agenzie, si mostra come un tassello coerente di un disegno finalizzato a ridurre la *over-reliance*».

tipo contrattuale è quello in cui tra emittente ed agenzia sussista un contratto riconducibile al fenomeno del «*solicited rating*»: a ben vedere, però, la disciplina dell'onere della prova prevista dall'art. 35-*bis* del Regolamento si allontana di molto da quella tipica della responsabilità contrattuale di cui all'art. 1218 cod. civ. Quanto poi ai casi in cui l'attore sia un emittente (colpito da un *unsolicited rating*) ovvero un investitore, il regime di responsabilità di cui all'art. 35-*bis* è certamente riconducibile al tipo extra-contrattuale,⁴¹ sia in ragione dell'inesistenza di alcun contratto tra le parti,⁴² sia in ragione del già

⁴¹ Questa affermazione pare confermata dal considerando n. 32 del Regolamento (UE) N. 462/2013: «Mentre gli investitori e gli emittenti che hanno un rapporto contrattuale con un'agenzia di rating del credito possono scegliere di intentare un'azione nei confronti di tale agenzia di rating del credito per responsabilità contrattuale, la possibilità di chiedere il risarcimento dei danni per una violazione del regolamento (CE) n. 1060/2009 dovrebbe essere prevista per tutti gli investitori e gli emittenti, *indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale tra le parti*» (enfasi aggiunta).

⁴² Non sembra nemmeno ravvisabile un *contatto* tra le parti nel caso in cui l'attore sia un investitore che abbia fatto affidamento sul *rating* pubblicato dall'agenzia: «Tale affidamento si forma nell'investitore in considerazione del valore reputazionale delle agenzie di rating, della loro credibilità e competenza tecnica e prescinde da un rapporto di tipo contrattuale o di mero contatto sociale, non venendo l'investitore mai in contatto con le agenzie di cui conosce il giudizio espresso attraverso altri canali (intermediario finanziario, stampa etc.)» (così Trib. Roma, 27 marzo 2015, n. 6827, in *op. cit.*, 13. Infatti, «ciò che difetta è proprio la relazione tra investitore ed agenzia dato che è assente, a monte, l'entità dei soggetti potenzialmente interessati all'informazione dell'agenzia di rating; ciò rende assolutamente inconsistente la tesi di un "contatto" cui ricollegare un'aspettativa di protezione come quella derivante da una relazione contrattuale» (così F. GRECO, *La responsabilità "extracontrattuale" dell'agenzia di rating nei confronti dell'investitore*, in questa *Rivista*, 2013, estratto dal n. 11, 10). Sul punto si v. anche D. ROSSANO, *Le agenzie di rating nel rapporto con gli investitori: profili di responsabilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2012, II, 24-27, che osserva come «la prescrizione di specifici doveri di comportamento che [le agenzie] sono tenute ad osservare a protezione delle emittenti di strumenti finanziari e degli investitori, unitamente all'imposizione a livello regolamentare europeo del rispetto della procedura di registrazione da parte delle agenzie di rating, consentono di poter annoverare l'attività da queste svolte tra quelle di "protezione" e di ricondurre, per tale via, la responsabilità per danni verso gli investitori a quella da cd. contatto sociale. Di certo, osta a tale ricostruzione, la considerazione che le agenzie di *rating* esprimono un parere diretto a destinatari indeterminati; ancorché, questi ultimi, siano solo apparentemente indeterminati, ma in concreto determinabili (dove la possibilità di individuare i soggetti lesi dai loro giudizi)» (così 25-26).

citato regime probatorio previsto dalla norma.

Invero, in ragione delle peculiarità della disciplina appena descritta, non pare azzardato abbandonare le categorie del nostro ordinamento, o, quantomeno, riferirsi alle stesse solo in via del tutto residuale, in favore di una qualificazione della responsabilità in esame come «responsabilità civile europea»;⁴³ la quale, tuttavia, come precisato dal quinto comma dell'art. 35-*bis* «non esclude ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale».

⁴³ Così, *ex multis*, E. DEPETRIS, *op. cit.*, 359, secondo «pare potersi affermare che ci si trova di fronte a un'ipotesi di c.d. responsabilità civile europea», precisando poi che detta responsabilità «se nella costruzione normativa prescinde da qualsivoglia distinzione tra responsabilità contrattuale e responsabilità extracontrattuale, tuttavia, non essendo “autosufficiente”, non esime l'interprete dal ricondurre la fattispecie concreta nell'una o nell'altra categoria al fine di individuare la disciplina sussidiaria applicabile».

Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II

SOMMARIO: 1. La tutela degli investitori e il principio di effettività. – 2. MiFID II tra regole e rimedi. Per un approccio cross-settoriale. – 3. Informazione, adeguatezza e appropriatezza: affidamento dell'investitore e forme di tutela. – 4. Consulenza. Cenni. – 5. La disciplina del conflitto di interessi. Cenni. – 6. Segue: gli *Inducements*. – 7. *Product Governance* e rimedi: azzardi interpretativi. – 8. Conclusioni: i limiti di MiFID II. – 9. Postilla: MiFID II non supera il test *COVID-19*.

1. La tutela degli investitori e il principio di effettività

L'intenzione del legislatore europeo di dare una nuova forma all'architettura delle regole in materia bancaria e finanziaria dopo la crisi ha prodotto una stagione di importanti riforme, molte delle quali volte a scongiurare nuovi rischi sistemici e altre, invece, finalizzate a recuperare fiducia tra gli operatori dei mercati. MiFID II non è stata una risposta normativa alla crisi, ma è stata comunque un tassello del nuovo disegno che l'Europa ha pensato per dare una nuova complessiva forma ai mercati finanziari e per ripristinare la fiducia persa, anche attraverso il maggior rigore imposto agli intermediari nella negoziazione e distribuzione dei prodotti finanziari.

MiFID II ha, come è noto, apportato modifiche al regime "tradizionale" di tutela del cliente incidendo, in primo luogo, sulla disciplina relativa alla regola di trasparenza, dell'adeguatezza e dell'appropriatezza. La vera novità è stata tuttavia certamente quella relativa alla *Product Governance*: il legislatore europeo ha scelto di allargare la prospettiva a ciò che accade anche prima del contratto di investimento, nella fase di ideazione del prodotto, dettando regole nuove che non erano state previste dalla MiFID. Come in altri settori dell'ordinamento, si pensi al diritto dei consumi, si è ritenuto essenziale per garantire la tutela della clientela valutare non solo il momento in cui si conclude il contratto, ma tutta la fase che lo precede e che ad esso segue. Non si guarda, cioè, solo alla correttezza nella conclusione del contratto, ma ci si chiede anche dove nasca l'affidamento (la fiducia) della clientela e a partire da quale momento vada salvaguardata la

consapevolezza dell'investitore. Il legislatore ha dunque anticipato la tutela alla fase di ideazione del prodotto e alle politiche di distribuzione, ma resta da stabilire come impatti questo allargamento di perimetro sul sistema dei rimedi.

Il legislatore europeo non si è spinto infatti al punto di individuare i rimedi privatistici per la violazione delle regole, limitandosi a rimettere la scelta al legislatore di ciascun Stato membro¹; non vengono cioè chiarite espressamente in tutti i casi quali siano le conseguenze civilistiche per la violazione delle regole di condotta imposte agli intermediari e ai produttori e su questo il dibattito è dunque sempre aperto. Ciò non stupisce, in quanto si verifica anche in questa materia un fenomeno in atto già da tempo che ha portato al progressivo affermarsi della c.d. “giurisdizionalizzazione” del diritto, che ha determinato un cambiamento del tradizionale riparto di competenze tra legislazione e giurisdizione, ampliando la sfera di discrezionalità del giudice chiamato a partecipare direttamente alla creazione della regola del caso concreto, specie per quel che riguarda il regime dei rimedi. L'esperienza recente ci ha infatti mostrato che la norma viene attuata sempre più spesso secondo la soluzione adottata dalla giurisprudenza che si muove alla luce del principio di effettività e di proporzionalità².

Il diritto privato economico degli ultimi trent'anni si è formato su questi temi, a partire dal dibattito sulle nullità speciali³ negli anni 90 del secolo scorso che, scardinando le certezze dogmatiche che da sempre accompagnavano la categoria dell'invalidità, ha spinto progressivamente il legislatore a calibrare i rimedi sull'esigenza di protezione del cliente, specie se consumatore, graduando la disciplina in chiave funzionale alla tutela degli interessi di questi. L'apporto dato

¹ D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID: the Genil Case and Beyond*, in *European Review of Contract Law*, 2017, 74 ss.; O. CHERENDYCHENKO, *Conceptualising the relationship between Investor Protection and Private Law*, in *Eur. Law J.*, 2015, 500.

² Nel senso di questo cambiamento v. M. NUZZO, *Il problema della prevedibilità delle decisioni. Calcolo giuridico secondo i precedenti*, in A. CARLEO (a cura di), *Calcolabilità giuridica*, Bologna, 2017, 137 ss.; G. VETTORI, *La giurisprudenza fonte del diritto privato?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2017, 869.

³ G. PASSAGNOLI, *Nullità speciali*, Milano, 1995, *passim*.

dalla giurisprudenza, specialmente della Corte di Giustizia⁴ e nel nostro sistema dalle Sezioni Unite della Cassazione, ha poi adattato i tradizionali rimedi alle nuove istanze, innovando la disciplina e rendendola ancor più dinamica fino, ad esempio, a giungere alle nullità selettive di ultimo conio⁵, che inducono a nuovi interrogativi sull'uso che si possa fare della nullità di protezione.

La materia della tutela degli investitori ha rappresentato in maniera evidente l'occasione per tali ripensamenti e ha determinato il cambiamento del diritto privato economico. L'esperienza settoriale fa sempre più sovente da apripista e il diritto civile segue.

L'ampia varietà di tutele accordate dalla regolazione settoriale in materia finanziaria alla clientela concorre a delineare un sistema complesso in cui rimedi di natura diversa sono previsti per ogni ipotesi di violazione di regole da parte dell'intermediario, sia che si tratti di regole di condotta o di regole di trasparenza, sia che si tratti di difetti o vizi del contratto. Convivono, dunque, nell'ordinamento rimedi demolitori e risarcitori, tutele a carattere preventivo e successivo, individuali e collettive, accompagnate da meccanismi di *enforcement* privatistico e/o pubblicistico.

Con riguardo ai contratti degli investitori si è stabilito, non senza tuttavia che la dottrina e la stessa giurisprudenza abbiano mostrato perplessità e orientamenti diversi⁶, che la violazione di norme imperative che stabiliscono regole di condotta genera, in linea di massima, responsabilità e non nullità e che il rimedio risarcitorio è il

⁴ M. RABITTI, *Il ruolo della Corte di Giustizia nel diritto dell'economia*, in *Analisi giur. econ.*, 2018, 2, 347 ss.; ID., *La Corte di Giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, in *Persona e Mercato*, 4/2018, 220 ss.

⁵ Cassazione Civile, SS.UU., 4 novembre 2019, n. 28314, commento di G. GUIZZI, *Le Sezioni Unite e le «nullità selettive» nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Qualche notazione problematica*, in *dirittobancario.it*, 4 dicembre 2019; D. MAFFEIS, *Nullità selettiva? Le Sezioni Unite e la buona fede dell'investitore nel processo*, in *dirittobancario.it*, 18 dicembre 2019; S. PAGLIANTINI, *Le stagioni della nullità selettiva (e del di protezione)*, in *Contratti*, 2020, 10 ss.; A. TUCCI, *Nullità di protezione e buona fede*, in corso di pubblicazione su *Riv. dir. comm.*, 2020; A. A. DOLMETTA, *All'essenza della nullità di protezione: l'operatività «a vantaggio»*. Per una critica costruttiva di Cass. SS.UU., n. 28314/2019, in questa *Rivista*, 2020, I, 89 ss.

⁶ Sui contratti degli investitori la letteratura è enorme. Tra gli altri, A. TUCCI, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, 347 ss.

più adatto per l'ipotesi di violazione degli obblighi informativi, di trasparenza e anche nel caso di conflitto di interessi nella distribuzione di servizi e prodotti finanziari⁷. L'ACF ha definito con ampia casistica il perimetro della responsabilità per tutte le ipotesi di violazione delle regole di informazione, adeguatezza e appropriatezza, stabilendo anche le conseguenze in termini risarcitori e restitutori per le ipotesi di in cui l'intermediario si trovi in una situazione di conflitto di interessi che non garantisca il miglior interesse del cliente. Quando poi l'inosservanza delle regole di condotta riveli un *deficit* organizzativo dell'intermediario, la tutela si sposta di piano, non investendo più solo il rapporto intermediario - cliente, ma andando a incidere sulla stessa *governance* dell'intermediario per il tramite dell'esercizio dei poteri di

⁷ Non si può non partire richiamando la giurisprudenza copiosa e troppo nota in materia di contratti di investimento e difetto di informazioni alla clientela che, dopo le sentenze gemelle del 2007 su regole di validità e di responsabilità, ha fatto prevalere il rimedio del diritto al risarcimento del danno contrattuale, con possibilità di risoluzione del contratto per inadempimento da omesse informazioni in fase di conclusione del contratto (per violazione dell'art. 21 TUF), sulla nullità per violazione di norma imperativa, che non costituisce un rimedio idoneo in chiave funzionale alla migliore tutela dell'interesse protetto, in caso di inadeguata informazione mentre può essere invocata in caso di operazioni d'investimento che non siano state precedute dalla stipula di un contratto quadro in forma scritta. Sul tema v., tra i tanti, Cass., Sez. Un., 19 dicembre 2007, n. 26724 e n. 26725, su cui si veda G. VETTORI, *Regole di validità e di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbligazioni e Contratti*, 2008, 104 ss.; D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss.; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti*, 2008, 393 ss. Più di recente, v. D. IMBRUGLIA, *La regola di adeguatezza e il contratto*, Milano, 2017. Scarso riscontro ha avuto, invece, la tesi per cui la violazione dei doveri informativi potesse dar luogo ad un vizio del consenso con conseguente azionabilità dell'azione di annullamento. Tale disfavore può essere connesso: i) all'orientamento diffuso di dottrina e giurisprudenza per cui il semplice silenzio non possa integrare il dolo; ii) alle difficoltà probatorie sull'essenzialità e la riconoscibilità dell'errore; iii) all'atteggiamento restrittivo della giurisprudenza in ordine alla rilevanza dell'errore incidente su profili di valutazione economica. Più in generale l'annullabilità è un rimedio che trova sempre meno spazio, rimanendo più aderente alla logica della fattispecie che, come si è rilevato, è sempre meno cara al legislatore che guarda, invece, all'effetto e lascia l'interprete libero di cercare il rimedio più adatto alla migliore tutela degli interessi protetti, in nome del principio di effettività.

vigilanza delle Autorità amministrative indipendenti⁸.

Queste poche considerazioni di massima sono già sufficienti a mostrare come il quadro relativo alla tutela dell'investitore⁹ si presenti, all'apparenza, nel complesso rassicurante e consolidato, ma sia in realtà instabile e incompleto: non solo perché non c'è ancora davvero univocità di vedute sulle conseguenze applicabili alla violazione delle regole di condotta dell'art. 21 TUF; ma soprattutto perché occorre accertare se restano escluse ipotesi in cui una protezione è necessaria e se, in ogni caso, le tutele previste siano in concreto efficienti e sufficientemente armonizzate.

Se si muove da questa prospettiva appare evidente che tirare, sia pure in modo sommario, le fila di un discorso sulle tutele nei servizi finanziari appaia un'impresa davvero difficile, specie in poche pagine. Per questa ragione in questa sede si limiterà l'analisi al settore più strettamente "finanziario", per valutare, in primo luogo, l'efficacia delle tutele introdotte da MiFID II e, in secondo luogo, per verificare se questa disciplina si presti a costituire un modello normativo applicabile in maniera trasversale ad altri settori dell'intermediazione finanziaria, in modo da individuare regole e principi a valenza generale per la distribuzione nell'intermediazione finanziaria.

2. MiFID II tra regole e rimedi. Per un approccio cross-settoriale

Le riforme in materia finanziaria degli ultimi anni hanno dato luogo a nuovi indubbi vantaggi specialmente in termini di armonizzazione delle regole, ma anche a nuove criticità.

Si pensi alla coesistenza di discipline settoriali diverse molto analitiche, che sono la risposta alla specializzazione sempre più forte dei mercati ma che non sono più davvero efficienti, specie in

⁸ A questo riguardo, è molto interessante è anche l'ipotesi inversa, ad esempio trattata dalla decisione ACF dello scorso 16 ottobre n. 1921 in cui si afferma che le risultanze istruttorie emergenti dal provvedimento sanzionatorio adottato dalla Consob nei confronti di un promotore possono essere apprezzate come elementi di prova del deficit di correttezza e di diligenza nella prestazione dei servizi di investimento da parte dell'intermediario.

⁹ La recente riforma della disciplina della *Class Action*, approvata con L. 12 aprile 2019, n. 31, ancora da mettere alla prova in concreto può, infine, modificare molto l'assetto attuale delle tutele spostando il piano dalla tutela individuale a quella collettiva anche in queste materie, in cui fino ad oggi era preclusa.

considerazione della persistente difficoltà data, tra l'altro, dal riparto di competenze tra *Authorities* e dalla continua evoluzione dei mercati che pone al centro l'evoluzione tecnologica.

I limiti dell'attuale modello di regolazione sono già da tempo segnalati dalla dottrina più attenta¹⁰ che mostra le difficoltà in cui è ormai incorsa la regolazione per *silos* verticali che disciplina l'attività in base ai soggetti, con *overlapping* tra regole che rendono meno efficienti le tutele e non necessariamente prevengono gli spazi vuoti, aree cioè non regolate, di cui approfittano gli operatori, addestrati anche a fare *surf* tra le regole a proprio favore.

Il problema è particolarmente evidente per la segmentazione delle regole esistenti tra prodotti bancari, finanziari e assicurativi in cui, da un lato, la disciplina viaggia spesso a velocità diverse, nonostante si facciano sforzi enormi per armonizzare le regole esistenti e, dall'altro, le competenze delle Autorità settoriali non si modificano in modo coerente con lo sviluppo della disciplina.

Sotto questo profilo il dibattito investe anche il metodo da utilizzare nella regolazione: ci si chiede se sia possibile utilizzare un approccio cross-settoriale, selezionando regole uniformi, trasversali per prodotti, che presentino la stessa sostanza economica anche se hanno forme giuridiche diverse¹¹. Questo approccio, pensato inizialmente dalla dottrina soprattutto per i PRIIPS¹², assicurerebbe, ad avviso dei suoi sostenitori: (i) maggiore efficienza della regolazione perché si eviterebbe che, a fronte delle stesse esigenze di tutela, operino discipline differenziate in settori diversi dell'industria finanziaria; (ii) la necessità di intervenire una sola volta se si verifica l'esigenza di modificare la disciplina in caso di nuove istanze; (iii) maggiore trasparenza se si adotta la stessa terminologia e si strutturano i documenti informativi in modo uguale; (iv) minori costi di *compliance*; (v) minori rischi di arbitraggio normativo. Infine, l'approccio cross-

¹⁰ F. BASSAN, *Potere dell'algorithm e resistenza dei mercati in Italia*, Soveria Mannelli, Rubbettino, 2019, 47 ss.

¹¹ V. COLAERT - D. BUSCH, *Regulating Finance in a Post-Sectoral World: Setting the Scene*, in V. COLAERT - D. BUSCH (a cura di), *European Financial Regulation, levelling the cross -sectoral playing field*, Oxford, 2019; V. COLAERT, *Building blocks of investor protection*, 2017, in <https://papers.ssrn.com>.

¹² V. COLAERT, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?*, 2016, in <https://papers.ssrn.com>.

settoriale potrebbe ridurre il rischio che nuovi prodotti si inseriscano in spazi non regolati dai *silos* verticali, pericolo oggi tutt'altro che scongiurato dall'attuale sistema normativo.

Resta fermo che i principi cross-settoriali possano cedere il passo a regole puntuali di settore quando ciò si renda necessario in base a rischi specifici che non sono comuni.

Diversamente vi è chi, invece, ritiene meglio estendere la regolazione di maggior tutela ad altri settori, come sembra essere accaduto con le nuove norme europee sulla distribuzione di prodotti assicurativi (IDD) per i quali si è creato un sistema in cui le regole assicurative sono in grande misura analoghe a quelle finanziarie di derivazione MiFID II¹³, preservandone tuttavia le necessarie specificità¹⁴. Ciò sembra essere accaduto ora anche per gli IBIPS (prodotti assicurativi sulla vita con profili di investimento)¹⁵ in cui la maggiore protezione garantita al consumatore deriva dall'applicazione delle regole MiFID II, con l'obiettivo di creare un maggiore allineamento tra le regole del gioco per i diversi distributori, fatti salvi i disallineamenti necessari per rispetto del principio di proporzionalità.

La rivoluzione tecnologica sui mercati, determinata dalla capacità di alcune società transnazionali di gestire una gran mole di dati e di riutilizzarli in modo pressoché istantaneo per un numero indeterminato di usi, rende poi la scelta regolatoria urgente. Queste società, che hanno la gestione dei dati come *core business*, operano nei loro mercati

¹³ V. COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, in <https://www.papers.ssrn.com>.

¹⁴ V. COLAERT, *MiFID II in Relation to Other Investor Protection Regulation: Picking Up the Crumbs of a Piecemeal Approach*, cit., sottolinea ad esempio il diverso approccio adottato dalle due discipline nei confronti della consulenza indipendente: laddove MiFID II impone regole stringenti, IDD è meno rigida, prevedendo che l'intermediario possa, ma non debba necessariamente, informare il cliente che la consulenza è indipendente. Queste differenze tuttavia, ad avviso dell'A., non consentono di creare un *level playing field*, tra prodotti di investimento che, invece, se guardati dal punto di vista economico sono simili, perché permettono un arbitraggio regolatorio.

¹⁵ La nozione di "prodotti di investimento assicurativi" presuppone che un prodotto debba presentarsi quale occasione di investimento: si tratta, infatti, di prodotti assicurativi "variabili" con riferimento alle modalità di determinazione della prestazione pecuniaria spettante al sottoscrittore, la quale non è predeterminata fin dal momento della stipulazione del contratto, ma assume un valore correlato all'andamento di un parametro inserito nel contesto del mercato finanziario.

originari in assenza di regolazione, entrano nei mercati proponendo prodotti che s’inseriscono negli interstizi regolatori, tra un *silos* e un altro; in questi casi anche il criterio, classico, della prevalenza si rivela di scarsa utilità. La spinta verso un approccio regolatorio cross-settoriale la sta dunque dando il mercato e non sembra neppure essere tanto gentile. Da qui le recenti proposte della Commissione che prendono atto delle istanze del mercato percepite in base al «circolo regolatorio»¹⁶. La soluzione scelta dalla Commissione europea – sebbene nelle proposte normative del 2020 in materia di mercati digitali¹⁷ – è infatti senza equivoci quella di una regolazione cross-settoriale, generale e quindi per principi, con declinazioni specifiche per i diversi settori ammesse nella fase applicativa.

La scelta dell’una o dell’altra tecnica normativa non è peraltro priva di conseguenze pratiche perché, mentre nel secondo caso si riducono le discipline per *silos* verticali ma non si revoca in dubbio l’utilità di questi; con l’approccio cross-settoriale, l’obiettivo è proprio quello di superare le normative settoriali verticali a favore della selezione di principi comuni a valenza trasversale¹⁸.

Evidenziare la complessità del contesto ha il solo scopo in questa sede di guardare al profilo che qui interessa (l’impatto di MiFID II sulle regole di collocamento e distribuzione dei prodotti finanziari e dei rimedi che conseguono alle diverse violazioni di legge) per valutare se MiFID II rappresenti solo un *silos* normativo verticale oppure possa essere strumento di regolazione cross-settoriale. Se MiFID II rappresentasse, in potenza, un possibile regime cross-settoriale perché ha regole più stringenti di quelle di altri settori ma che si prestano anche

¹⁶ F. BASSAN, *op. cit.*, 197.

¹⁷ Communications February 19, 2020, from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and social Committee and the Committee of the Regions: *A European Strategy for Data (Com (2020)66)*; *Shaping Europe’s digital future* (COM 2020) 67.

¹⁸ Convivono, nelle fonti comunitarie, regole di dettaglio e principi generali, che non possono che essere diversamente percepiti e “recepiti” nelle diverse esperienze giuridiche, cfr. D. BUSCH, *The Private Law Effect of MiFID I and MiFID II: The Genil Case and Beyond*, in D. BUSCH - G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, § 20; L. ENRIQUES - M. GARGANTINI, *The Overarching Duty to Act in the Best Interest of the Client in MiFID II*, in D. BUSCH - G. FERRARINI, *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, cit., § 4.

a garantire le esigenze di protezione delle altre tipologie di clientela (assicurato, risparmiatore), anche la valutazione dei rimedi privatistici conseguenti alla violazione delle regole di condotta andrebbe ripensata in una prospettiva più ampia.

3. *Informazione, adeguatezza e appropriatezza: affidamento dell'investitore e forme di tutela*

MiFID II mira a disciplinare l'attività degli intermediari¹⁹ concentrandosi, in primo luogo, sull'informativa e sulla corretta profilazione del cliente.

Classificata la clientela distinguendo tra operatori non qualificati (clientela *retail*), controparti qualificate e clienti professionali che hanno dunque elevati requisiti di esperienza, la scelta è stata nel senso di graduare gli obblighi degli intermediari sulla base dell'appartenenza del cliente a una delle categorie menzionate. Nell'ottica di una sempre maggiore protezione della clientela, il legislatore ha esteso alcune regole di protezione prima previste per i soli clienti non professionali anche alla clientela diversa da quella al dettaglio, sul presupposto che è gradualmente emersa la limitata capacità dei clienti professionali di valutare il rischio dei loro investimenti.

Il criterio di riparto della clientela avviene inoltre non più in base all'autocertificazione del cliente, ma a parametri oggettivi, riconoscendosi di conseguenza uno scarso margine di discrezionalità interpretativa all'intermediario²⁰.

I nuovi *driver* della disciplina sono infatti rappresentati dalla tolleranza al rischio e dalla capacità di sostenere perdite da parte del cliente, dalla possibilità di effettuare comparazioni di prodotti equivalenti, dalla valutazione di adeguatezza periodica, nonché dalla

¹⁹ D. BUSCH, *Stricter conduct of business rules for investment firm*, 2017, in <http://www.papers.ssrn.com>.

²⁰ M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, II ed., Milano, 2019, 578. È però consentito al cliente passare da una categoria all'altra optando per una maggiore o minore protezione: se un cliente richiede il passaggio e l'intermediario ritiene che ciò sia possibile, valutando esperienza pregressa e conoscenza dell'investitore, può farsi; ma solo specificando il tipo di investimento e non in generale.

predisposizione di specifici report di adeguatezza delle raccomandazioni fornite.

Le informazioni precontrattuali devono essere fornite in una forma comprensibile, in modo che i clienti o potenziali clienti possano ragionevolmente capire la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa. L'informativa in fase precontrattuale è stata rafforzata anche per quanto riguarda la trasparenza dei costi dei servizi resi, che devono essere rappresentati in valori sia assoluti sia percentuali. Le prescrizioni sono analitiche e l'obiettivo è, da un lato, quello della *disclosure* anche sui costi impliciti, dall'altro lato, quello di consentire la comparazione tra prodotti. Come è stato rilevato, «lo standard di riferimento è, al riguardo, assai più pervasivo di quanto non si realizzasse in precedenza: si punta ad assicurare una trasparenza totale sui costi dei servizi, che va resa *ex ante*, in via tanto singola, quanto aggregata»²¹. Le informazioni su costi e oneri devono comprendere anche le informazioni relative ai servizi d'investimento e ai servizi accessori; il costo dell'eventuale consulenza; il costo dello strumento finanziario raccomandato o posto in vendita; le modalità di pagamento e gli eventuali pagamenti a terzi (*inducements*).

L'impatto di queste regole è rilevante e alza il livello di tutela della clientela sotto il profilo della quantità di informazione offerta, sebbene non da tutti sia visto con favore per il rischio che si finisca così per aumentare i costi finali a carico della clientela *retail* e, soprattutto, che si torni a un *overloading* informativo, che non favorisce consapevolezza. In questo senso, l'eccessiva analiticità delle informazioni dovute rischia di vanificare gli sforzi che hanno indotto a semplificare i modelli come i KID in materia di PRIIPS e IBIPS, che consentono, invece, di fornire poche essenziali informazioni alla clientela.

Qualità *versus* quantità delle informazioni. Un'eccessiva puntigliosità delle informazioni non si presta peraltro certamente a una

²¹ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, IV, 2018, 1110 ss. e § 3.4.1.

regolazione cross-settoriale, che non può che privilegiare standard informativi tipizzati e semplici.

Quanto alla corretta profilazione, oltre all'esperienza maturata in campo finanziario e agli obiettivi di investimento, viene dato specifico rilievo anche alle caratteristiche del prodotto da offrire e, soprattutto, al grado di tolleranza al rischio²², che costituisce un'importante novità del nuovo impianto normativo²³.

La valutazione di adeguatezza²⁴ assume più rilievo di quanto accadesse sotto la vigenza di MiFID I e concerne – come chiarito dall'ESMA negli Orientamenti del 2018 – «l'intero processo di raccolta delle informazioni relative a un cliente e la successiva valutazione da parte dell'impresa sull'idoneità di un determinato prodotto d'investimento per detto cliente, in base anche alla solida conoscenza, da parte dell'impresa, dei prodotti che può raccomandare o nei quali può investire per conto del cliente»²⁵. Ne consegue che le imprese devono, in primo luogo, informare i propri clienti in modo semplice e chiaro sull'importanza della valutazione dell'adeguatezza e sul suo scopo, che è quello di consentire all'impresa di agire nel migliore interesse del cliente. Le informazioni sulla valutazione dell'adeguatezza sono volte a fare comprendere lo scopo delle prescrizioni e a incoraggiarli a fornire informazioni precise e sufficienti in merito alle proprie conoscenze, esperienze e situazione finanziaria (compresa la capacità di sostenere perdite) nonché ai propri obiettivi di

²² N. LINCiano, *Le distorsioni comportamentali e la consulenza finanziaria*, in *Analisi giur. econ.*, 2012, 135 ss. chiarisce che la «tolleranza al rischio finanziario dipende non solo dalle preferenze verso il rischio, definite rispetto alle caratteristiche di rischio e rendimento di una determinata opzione di investimento, tipicamente influenzate da fattori cognitivi, ma anche dall'attitudine al rischio, intesa come l'insieme delle componenti emotive e psicologiche che determinano la reazione di un individuo in circostanze rischiose».

²³ Parla di operazione finanziaria come di «abito sartoriale», V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La Mifid II. Rapporti con la clientela - regole di Governance - mercati*, Milano, 2016, 7 ss.

²⁴ L'adeguatezza, in inglese nota come *suitability rule*, si rinvia agli artt. 24-25, MiFID II, nonché agli artt. 54-55 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016.

²⁵ ESMA 35-43-1163 *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, 6 novembre 2018, §6.

investimento (compresa la loro tolleranza al rischio). La portata delle informazioni “necessarie” può variare e deve tener conto delle caratteristiche dei servizi di consulenza o di gestione del portafoglio da fornire, del tipo e delle caratteristiche dei prodotti di investimento da considerare e delle caratteristiche dei clienti.

Ma se MiFID II consente alle imprese di raccogliere una quantità di informazioni proporzionata ai prodotti e ai servizi offerti o per i quali il cliente richiede servizi specifici di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafogli, essa non consente alle imprese di ridurre il livello di protezione dovuto ai clienti, una volta che essi siano stati classificati. Il legislatore ha cioè fatto venir meno la possibilità di ottenere dal cliente il consenso per procedere comunque alla realizzazione di un’operazione inadeguata. Inoltre, la valutazione di adeguatezza non si soddisfa se non andando oltre la generica appartenenza del cliente al *target* dei soggetti per cui il prodotto è stato creato, dovendosi verificare in concreto l’adeguatezza dello strumento rispetto alle esigenze dello specifico cliente²⁶. In questo modo l’intermediario dovrebbe garantire l’ottemperamento del cosiddetto dovere di *best execution* per minimizzare le asimmetrie informative e per neutralizzare le criticità derivanti da una cultura finanziaria inadeguata²⁷.

Una novità interessante e rilevante sul piano delle tutele è rappresentata dalla “dichiarazione di adeguatezza” che, rappresentando la sintesi delle informazioni circa la consulenza prestata e le ragioni per cui essa corrisponda alle caratteristiche del cliente²⁸, può assumere un rilievo determinante sul piano probatorio in caso di controversia con l’intermediario. La dichiarazione di adeguatezza motivata in modo

²⁶ L’art. 25 prevede che nei servizi di risparmio amministrato – ossia quei servizi diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafoglio che non rientrano nella modalità cc. dd. *execution only* – l’impresa di investimento debba richiedere al cliente le sole informazioni necessarie a informarlo sull’appropriatezza del servizio da rendere.

²⁷ La valutazione di adeguatezza è effettuata dal consulente mentre, in assenza del servizio di consulenza e di gestione di portafogli, si procede con la valutazione di appropriatezza, il cui spazio si riduce rispetto al passato. Si è inoltre ridotto l’ambito di *execution only*, in cui non vi è alcuna acquisizione di informazione e nessuna valutazione in ordine alla congruità dello strumento finanziario rispetto al profilo del cliente. Art. 24, comma 4, MIFID II e art. 43 Reg. Consob 20307/2018.

²⁸ Art. 41, Reg. Consob, n. 20307/2018.

sintetico e chiaro si presta potenzialmente ad essere utile strumento in una logica anche cross-settoriale.

La crescente pervasività della regola di adeguatezza si conferma anche con riguardo ai rapporti tra MiFID II e BRRD2: la valutazione di adeguatezza sarà infatti necessaria in caso di vendita di titoli di debito subordinati a clientela *retail*²⁹.

Le novità richiamate accentuano ulteriormente l'esigenza di tutelare il cliente, specie *retail*, al punto da fare affermare in dottrina che la valutazione di adeguatezza è una qualifica del servizio che rileva come un limite invalicabile per le parti e ha l'effetto di collocare nell'illiceità (per contrasto a norma imperativa) ogni operazione che sia inadeguata per il cliente: «l'operazione reputata inadeguata non può in alcun modo essere eseguita»³⁰.

Per questa via si giunge ad affermare che, dopo il sistema normativo dato dall'insieme delle disposizioni MiFID I e II e annessi Regolamenti, non possa più trovare facile applicazione la soluzione giurisprudenziale che preferisce la responsabilità dell'intermediario all'invalidità del contratto in caso di *misselling* per inadeguatezza, poiché il divieto posto dalla norma imperativa non riguarderebbe più un obbligo di comportamento imposto all'intermediario o al consulente che ha ad oggetto un'informazione, bensì sarebbe volto a impedire l'operazione di investimento, se e in quanto inadeguata. Il giudizio è dunque di validità dell'atto, e la nullità consegue alla violazione della norma imperativa di protezione. Tuttavia, il rimedio risarcitorio continua a trovare spazio, come si vedrà, in relazione ad altre ipotesi di violazioni contrattuali.

²⁹ ESMA, 35-42-349, *Questions and Answer on MiFID II and MiFIR investor protection and intermediaries' topics*, 18 febbraio 2020, *Answer 6*. Inoltre, si chiarisce al § 18, che, con l'entrata in vigore di BRRD2 il prossimo 28 dicembre 2020, la valutazione di adeguatezza va condotta, indipendentemente dal tipo di servizio prestato, anche al di fuori dal *self placement*. Sul tema, A. SCIARRONE ALIBRANDI - U. MALVAGNA, *Self-placement di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 153.

³⁰ D. IMBRUGLIA, *Mifid II e l'adeguatezza del servizio di risparmio gestito*, in *Studium Iuris*, 2019, 862, secondo il quale, in altri termini, «la valutazione dell'adeguatezza resta "estromessa dal mondo dell'informazione" e si conferma come "preclusione insuperabile", così che, ex artt. 54.8 e 54.10 Reg. n. UE/575/2017, lo strumento finanziario scambiato all'interno di un'attività di risparmio gestito o è adeguato oppure non è».

4. Consulenza. Cenni

Qualche considerazione specifica può essere svolta con riguardo al ruolo della consulenza, che non investe la distribuzione in sé ma è di supporto alla stessa.

Obiettivo della MiFID II, si è detto, è quello sia di fornire un'informazione adeguata alla clientela, sia di “affidare” il cliente al sistema rafforzandone la fiducia³¹: con un cambio di paradigma la correttezza del consulente nella fase di collocamento³² è perciò oggi un tassello fondamentale nel mosaico delle regole di condotta³³. La scelta di MiFID II è stata nel senso di distinguere la consulenza *non indipendente* da quella resa su *base indipendente*³⁴ che, come è stato detto, «si connota per l'applicazione di presidi specifici che attengono, in particolare, alla trasparenza, agli *inducements* e ai conflitti di interessi»³⁵.

³¹ A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 36 ss.

³² Come servizio di consulenza si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative 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 (Art. 1, comma 5 *septies*, TUF).

³³ Come è stato rilevato, «la consulenza costituisce un servizio dal potenziale alto valore aggiunto per il cliente e, al contempo, esso dà luogo a un rapporto connotato da possibili, forti asimmetrie informative, e da rilevanti rischi di conflitto di interesse». Così F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.2.

³⁴ È consulenza indipendente 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 rapporti legali o economici – come un rapporto contrattuale – tali da comportare il rischio di compromettere l'indipendenza della consulenza prestata; 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.

³⁵ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.2.

La spinta normativa favorevole a rafforzare gli obblighi della consulenza è stata tuttavia da più parti criticata perché espressione di un atteggiamento paternalistico³⁶ che, ad avviso di alcuni, limita il mercato potendo, come si diceva, condurre persino a precludere l'investimento se non adeguato; ma essa è coerente con la crisi ormai definitiva della concezione della razionalità perfetta degli agenti economici e dell'efficienza dei mercati e risponde alla consapevolezza di dover intervenire per correggere i *bias* cognitivi, secondo quanto suggerito dagli studi di finanza comportamentale. In qualche misura, il favore per l'attività di consulenza sembra finalizzato a fare crescere la fiducia della clientela coerentemente con l'idea del *Nudge*³⁷ secondo cui l'individuo – che agisce in modo non razionale – deve essere lasciato libero di effettuare le proprie scelte; ma la libertà è necessariamente indirizzata dalla disponibilità di set informativi adeguati, che si sostanziano in modalità idonee di presentazione delle alternative possibili tramite un *focus* delle caratteristiche dei prodotti e delle prerogative degli investitori. I più stringenti doveri che accompagnano ora la consulenza, specie indipendente, sono volti a rendere meno rischiose le scelte di investimento ma resta ferma la critica di chi ha osservato che «*it would have been better if MiFID II had not distinguished between independent and non-independent advice and had instead provided that all forms of advice should meet certain basic requirements*»³⁸. Se così fosse, la regola si presterebbe forse ad assumere valenza cross-settoriale per tutti i prodotti complessi.

5. La disciplina del conflitto di interessi. Cenni

MiFID II non ha dettato una regola di astensione per l'intermediario in conflitto di interesse con il cliente ma ha preferito imporre di

³⁶ Osserva A. PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 1 ss. che l'equilibrio tra regole di trasparenza e disciplina del servizio risulta alterato dall'espansione del perimetro della consulenza, operata prima dalla prassi delle *Authorities* e poi fatta propria da *MiFID II*, con l'effetto che, poiché anche un consiglio spot su un singolo strumento finanziario costituisce consulenza, si ha un sicuro spostamento del paradigma verso un modello paternalista dal momento che sempre significa assoggettare alla verifica di adeguatezza ogni operazione.

³⁷ R. H. THALER - C.R. SUNSTEIN, *Nudge – La spinta gentile*, Milano, 2009.

³⁸ D. BUSCH, *Stricter conduct of business rules for investment firm*, cit., 14.

identificarli, prevenirli, gestirli e, solo se ciò non è sufficiente a evitare il *pregiudizio* dei clienti, renderli trasparenti³⁹. La disciplina europea ritiene cioè oggi preferibile una strategia regolatoria prevalentemente fondata sui requisiti di organizzazione dell'intermediario, anziché su regole di trasparenza.

Le modifiche apportate alla disciplina sul conflitto di interessi sono state definite tuttavia solo «buoni e utili chiarimenti, non vere e radicali inversioni di rotta»⁴⁰ rispetto a quanto previsto già da MiFID: la novità più rilevante è quella per cui si passa dalla sufficienza della mera gestione del conflitto di interesse alla necessità della prevenzione dello stesso.

La comunicazione ai clienti a norma dell'art. 23 comma 2 di MiFID II deve essere considerata ora come “misura estrema”, quando le disposizioni organizzative e amministrative efficaci adottate non siano sufficienti per assicurare, con ragionevole certezza, che sia evitato il rischio di ledere gli interessi dei clienti⁴¹. Il principio della *disclosure* è divenuto residuale, mentre la strada maestra è rappresentata dalla predisposizione da parte dell'intermediario di presidi organizzativi adeguati a gestire il conflitto, evitando che esso produca effetti negativi nei confronti della clientela⁴².

Questi rilievi confermano ancora una volta il forte interesse mostrato dal legislatore per le regole procedurali e lo scarso rilievo attribuito alle tecniche rimediali nella gestione del conflitto di interessi⁴³.

Dopo di che si può certamente affermare che nel sistema si trovano già le risposte al tema dei rimedi applicabili al conflitto di interessi: la giurisprudenza e la dottrina si sono ampiamente occupate del tema anche all'interno del dibattito già richiamato sulla distinzione tra regole di responsabilità e regole di validità.

³⁹ Sul tema del conflitto di interessi nella prestazione dei servizi di investimento la letteratura è amplissima perciò si rinvia, per un inquadramento generale, al recente lavoro di A. DI AMATO, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Napoli, 2019.

⁴⁰ M. DE POLI, *Il conflitto di interessi nei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019, 774.

⁴¹ V. Articolo 34, comma 4, Regolamento Delegato (UE) 2017/565.

⁴² M. PELLEGRINI, *op. cit.*, 593: «da qui la possibilità di mantenere un conflitto in potenza, impedendo al medesimo di tramutarsi in atto».

⁴³ D. MAFFEIS, *Conflitto di interessi nel contratto e rimedi*, Milano, 2002, 482.

Ma, al di là della soluzione sul piano dei rimedi, la via prescelta indica che la responsabilità per le conseguenze pregiudizievoli per l'investitore è in primo luogo in capo all'intermediario, dal momento che incombe su di esso la predisposizione di assetti organizzativi adeguati che consentano di prevenire – e poi, in caso, di gestire – il rischio di conflitti di interessi pregiudizievoli per la clientela.

Sullo sfondo si intravede la responsabilità da colposa organizzazione che è conseguenza dell'inadeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili dell'impresa⁴⁴. Su di essa, come si evidenzierà, ruota anche la disciplina della *Product Governance*.

L'impianto delle regole sul conflitto di interessi fondato su regole di organizzazione dell'impresa idonea a prevenire i conflitti si presta dunque ad essere utile in prospettiva cross-settoriale: non vi è dubbio infatti che perseguendo la finalità di prevenire i conflitti potenzialmente lesivi si evidenzia il legame profondo tra le regole di condotta e di organizzazione.

6. *Segue: gli Inducements*

Venendo alla specifica disciplina degli *inducements*, si prevede che in caso di servizio di consulenza⁴⁵ su base *non indipendente*, gli intermediari non possano, in relazione alla prestazione di un servizio di investimento o accessorio, pagare o percepire compensi o commissioni, oppure fornire o ricevere benefici non monetari a o da qualsiasi

⁴⁴ M. RABITTI, *La responsabilità da deficit organizzativo*, in M. IRRERA (a cura di), *Assetti adeguati e modelli organizzativi*, Bologna 2016, 955 ss.

⁴⁵ Val la pena ricordare che solo la specifica consulenza personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario e a una operazione ben contestualizzata è servizio di investimento ai sensi della MiFID II, mentre non è tale né la consulenza generica, che ha ad oggetto una categoria di strumenti finanziari anziché uno specifico strumento finanziario, né la 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. Il punto merita attenzione, come è stato rilevato, dal momento che, attualmente, la maggior parte dei servizi di *robo-advice* si presenta al pubblico come consulenza generica, il che pone il problema di stabilire in che misura si applichi la disciplina sulle regole di condotta imposte alle persone fisiche in materia di consulenza finanziaria. R. LENER, *Spunti di riflessione sugli sviluppi del Fintech*, in E. CORAPI - R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, Milano, 2019, 10.

soggetto diverso dal cliente o da una persona che agisca per conto di questi, a meno che i pagamenti o i benefici: a) abbiano lo scopo di accrescere la qualità del servizio fornito al cliente; b) non pregiudichino l'adempimento dell'obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale. Il Regolamento Intermediari 20307/2018 all'art. 52 disciplina analiticamente anche le condizioni richieste per le eccezioni. Nel caso in cui esse sussistano, la norma prevede che l'esistenza, la natura e l'importo dei pagamenti nonché i meccanismi per trasferire al cliente i compensi debbano essere comunicati chiaramente al cliente in modo completo, accurato e comprensibile prima della prestazione del servizio di investimento o del servizio accessorio.

Qui il rimedio previsto sembra essere quello di imporre un obbligo di trasparenza in senso sostanziale, nell'accezione cioè più avanzata che di essa ha dato in altri contesti la Corte di Giustizia per assicurare la piena consapevolezza sui rischi e sulle conseguenze anche economiche e fare conseguire al difetto di trasparenza l'invalidità della pattuizione. Si tratta di una regola che si riassume nell'idea che non è sufficiente che si garantisca la chiarezza e non equivocità del testo delle clausole contrattuali, bensì deve essere chiara la conseguenza economica che dalla stessa discende⁴⁶. In questi termini e a queste condizioni, gli *inducements* possono ritenersi legittimi in quanto il dovere di trasparenza diviene un modo per la gestione del conflitto di interesse, potendosi ritenere che «si potrebbe equiparare l'aumentata qualità del servizio alla sussistenza di condizioni che, nel caso concreto, consentono di gestire adeguatamente possibili conflitti di interesse e prevenire ipotesi di *misseling*»⁴⁷. Le eccezioni al divieto escludono, per così dire, l'antigiuridicità della condotta e consentono di ritenere l'investimento adeguato, sotto questo profilo, al cliente.

Tuttavia, si è correttamente rilevato che il regime previsto, nel complesso, può rendere difficile per l'investitore provare l'avvenuta violazione da parte degli intermediari della regola di trasparenza⁴⁸.

⁴⁶ Per un esame delle ipotesi in cui la Corte di Giustizia ha fatto ricorso al concetto di trasparenza in senso sostanziale, v. M. RABITTI, *La Corte di Giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, cit., 231.

⁴⁷ A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 2, 134.

⁴⁸ F. DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law*, Oxford, 2019, 86: «However, like for breaches of conflict of interest requirements, it may be very difficult for the client

Inoltre, ci si è chiesti se l'analitica esposizione dei costi relativi agli incentivi possa avere qualche utilità per il cliente *retail* o non rappresenti un eccesso di informazione controproducente, tanto più che, come è stato rilevato, «soprattutto nel mercato *retail*, l'investitore non identifica, (...) nell'intermediario, un *provider* di informazioni, ricercando, piuttosto, un interlocutore del quale potersi fidare per una decisione di investimento che non è in grado di gestire da solo»⁴⁹.

In caso di consulenza indipendente la regola si rafforza e introduce una previsione più rigorosa che trova il proprio fondamento non sulla tutela della trasparenza ma della fiducia. La Direttiva MiFID II prevede che il servizio venga remunerato direttamente dal cliente beneficiario del servizio stesso (c.d. *fee-only*). Esiste dunque un generale divieto di trattenere qualsiasi genere di incentivo, commissioni, onorari o altri benefici economici, monetari e non, pagati da terzi, in particolare dagli emittenti degli strumenti finanziari oggetto di raccomandazione. Sono eccettuati solo i benefici non monetari di entità minima che possono migliorare la qualità del servizio offerto e che non siano ritenuti in grado di pregiudicare il dovere di agire nel migliore interesse dei clienti.

In questo caso, gli *inducement* eventualmente pagati o forniti da terzi, andranno *restituiti* al cliente appena possibile e non potranno essere compensati.

Interviene, dunque, un rimedio civilistico sanzionatorio: si tratta di una tutela di carattere reale che è tipica della violazione dei doveri fiduciari perché esemplifica un'ipotesi di conflitto di interesse⁵⁰.

Sarebbe forse stato preferibile, a tutela degli investitori, estendere il regime previsto per la consulenza su base indipendente a tutti i casi, in modo da scongiurare davvero il rischio di conflitto, ma è evidente la difficile percorribilità di questa soluzione in concreto; soluzione che peraltro incontra le criticità che si legano all'accusa di paternalismo che accompagna, sotto questo profilo, la riforma MiFID II. Anche se è condivisibile la tesi che spiega la disciplina sugli *inducements* nella

to detect a breach (ie that the inducement was paid or received) and allege an infringement of these rules».

⁴⁹ M. BIANCA, *Le politiche di remunerazione ed incentivazione nella prestazione dei servizi di investimento (dopo il completamento della MiFID II)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 362, il quale richiama quanto osservato da A. PERRONE, *Servizi di investimento*, cit., 37.

⁵⁰ M. BIANCA, *op. cit.*, 366 ss.

volontà di fare concorrere regole di comportamento puntuali con le più generali regole di organizzazione che connotano la disciplina del conflitto di interessi⁵¹, si potrebbe convenire con chi osserva che tuttavia proprio: «a fronte della contemporanea presenza delle disposizioni generali sui conflitti di interesse e della regola di adeguatezza (...) giustificare una disciplina specifica degli *inducements* non appare agevole»⁵². In prospettiva *cross-settoriale* questa previsione non appare perciò determinante.

7. Product Governance e rimedi: azzardi interpretativi

La più importante novità di MiFID II è rappresentata dalla disciplina della *Product Governance*⁵³, che coniuga regole di organizzazione e regole di condotta, agendo su entrambi i versanti e definendo un ruolo di responsabilità non solo in capo al *distributor*, ma anche al *manufacturer*. Nuovi obblighi devono essere osservati già nella fase di ideazione del prodotto attraverso cui si cerca di realizzare un nuovo equilibrio tra il *Product Design* e il profilo del cliente: equilibrio che trova il suo punto di leva più forte ed estremo nel potere di *Product Intervention*, che permette alle autorità di vigilanza di vietare lo strumento finanziario se c'è ragione di farlo nell'interesse degli investitori⁵⁴.

⁵¹ F. ANNUNZIATA, *Considerazioni in merito alla disciplina dei c.d. incentivi (note a margine degli artt. 52 e 73 del Regolamento Intermediari)*, in R. D'APICE (a cura di), *L'attuazione della MiFID in Italia*, Bologna, 2010, 559.

⁵² A. PERRONE, *Tanto rumore per nulla? Per un ripensamento della disciplina sugli inducements*, cit., 9.

⁵³ V. TROIANO, *La Product Governance*, in V. TROIANO - R. MOTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Milano, 2016, 214, chiarisce che: «in termini molto generali, con questa locuzione possiamo indicare quel complesso di regole, processi, operazioni e attività richieste al (e poste in essere dal) soggetto che intende realizzare, ingegnerizzare, emettere un prodotto finanziario destinato al mercato, per la sottoscrizione o la vendita. Questo soggetto, usualmente indicato come il c.d. *manufacturer* va distinto rispetto al *distributor*, e cioè il soggetto che procede all'offerta o alla vendita ai consumatori, alla clientela».

⁵⁴ V. COLAERT, *Product Intervention: Keystone of the UE Investor Protection regime*, 31 luglio 2019, in <https://www.papers.ssrn.com> che valorizza la *Product Intervention* come ultimo, ma efficace, rimedio che si attiva a condizioni molto precise solo quando tutte le altre misure indicate dalla regolazione di MiFID II e MiFIR non siano sufficienti. Con riguardo a questa misura, idonea a conformare i

Si va, in questo caso, ben oltre la trasparenza nei rapporti bilaterali tra intermediario e cliente e si introducono regole anche sulla produzione e distribuzione degli strumenti finanziari⁵⁵. Si afferma, in dottrina, che con il nuovo art. 21 comma 2 bis TUF⁵⁶ il legislatore ha determinato un “arretramento topografico” dell’intervento normativo, «non più operato solo a livello del contratto con l’intermediario, ma relativo ora al programma di attività commerciale e le relative regole organizzative: le quali subiscono un’integrazione nell’ottica della cura di una rigorosa coerenza dell’attività svolta col ruolo di razionale

prodotti del mercato, oltre che di vietarne la circolazione, F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., § 3.4.6. afferma che: «il ricorso a tali estremi poteri costituisce la presa d’atto del fallimento del mercato e, allo stesso tempo, e dell’impotenza del sistema affidato alle tradizionali forme di tutela».

⁵⁵ In questo senso, A. PERRONE, *Oltre la trasparenza, Product Governance e Product Intervention*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019, 80.

⁵⁶ Dispone l’art. 21, comma 2 bis: «Quando realizzano strumenti finanziari per la vendita alla clientela, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento fanno sì che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all’interno della pertinente categoria di clienti e che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari sia compatibile con i clienti target. I soggetti di cui al presente comma adottano inoltre misure ragionevoli per assicurare che lo strumento finanziario sia distribuito ai clienti all’interno del mercato target». In estrema sintesi, il *Manufacturer* deve: (i) procedere con *target market* del prodotto e indirizzare il prodotto a classi di investitori con un’analisi astratta del prodotto e del mercato di riferimento con target positivo e negativo; (ii) assicurarsi che la distribuzione avvenga all’interno del mercato di riferimento individuato; (iii) procedere a una rivalutazione periodica del prodotto. Questo insieme di cautele potrebbe ridurre le ipotesi di condotte opportunistiche e di *mis-selling*. Se non basta, *product intervention* con poteri delle Autorità di vietare il collocamento dei prodotti. Il *Distributor* deve poi: (i) sulla base delle indicazioni ricevute dal produttore, valutare il prodotto alla luce delle esigenze concrete della clientela di riferimento e procedere a identificare il mercato riferimento effettivo sia in positivo, sia in negativo; (ii) fare in modo che i prodotti siano distribuiti solo se nell’interesse del cliente; (iii) procedere a un riesame periodico dei prodotti e della strategia distributiva adottata, con obbligo di comunicare i risultati al *Manufacturer*. Si tratta dunque di un *Target Market* concreto e attuale a differenza di quello del *Manufacturer* che è astratto e potenziale.

collettore degli investimenti affidato agli intermediari nel disegno concorrenziale del mercato finanziario»⁵⁷.

Sugli effetti di questa disciplina il dibattito è acceso, anche in questo caso specie con riguardo al grado di paternalismo che la connota.

Vi è chi sottolinea che, mentre con MiFID la scelta finale se investire o meno spettava comunque al cliente, con MiFID II se il *distributor* ritiene che il cliente sia fuori dal *Target Market* non si possa concludere il contratto, anche qualora il cliente capisca e accetti tutti i rischi del prodotto⁵⁸. Per contro, vi è chi osserva che la flessibilità che contraddistingue le Linee Guida ESMA⁵⁹ sul punto, che permettono al *distributor* un margine di discrezionalità se adotta un approccio di consulenza e di gestione diversificata del portafoglio, consenta di ridimensionare l'accusa di paternalismo eccessivo⁶⁰. Nel complesso, MiFID II responsabilizza tutta la filiera, coinvolgendo il produttore senza tuttavia attenuare le responsabilità di *governance* del distributore che resta stretto tra regole di condotta stringenti e regole organizzative d'impresa, dovendo anche definire il proprio autonomo *target market* e poi procedere con la valutazione di adeguatezza, se c'è consulenza.

È stato detto che la novità della MiFID II sta: «nell'inserimento tra i parametri dell'adeguatezza degli assetti organizzativi (ai quali fa generale riferimento, come noto, l'art. 2381 comma 3), di quello specifico di cui al citato art. 21, comma 2-bis TUF, rivolto a curare la congruità finale tra prodotto e cliente»⁶¹. Si prospetta così, in teoria, in capo agli amministratori dell'intermediario che realizzi strumenti finanziari la responsabilità per inadeguata organizzazione dell'impresa, se non si predispongono in concreto procedure idonee ad assicurare l'obiettivo di legge attraverso scelte organizzative adeguate.

Resta da stabilire tuttavia se la violazione di questi nuovi doveri si proietti anche nella sfera dei diritti dell'investitore finale, legittimando

⁵⁷ Così E. GINEVRA, *Il problema della responsabilità fiduciaria degli intermediari finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 27.

⁵⁸ V. COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institution?*, in www.papers.ssrn.com, 2019, 20.

⁵⁹ ESMA 35-43-620, *Guidelines on MiFID II product governance requirements*, 5 febbraio 2018.

⁶⁰ A. PERRONE, *Oltre la trasparenza, Product Governance e Product Intervention*, cit., 82.

⁶¹ E. GINEVRA, *op. cit.*, 30. Sul tema si veda anche A. PERRONE, *Oltre la trasparenza*, cit., 80 ss.

una domanda risarcitoria diretta nei confronti degli amministratori dell'intermediario che ha creato il prodotto per i danni subiti. Ipotesi questa che appare remota se individualmente considerata.

Se invece si guarda alla violazione delle regole dettata da MiFID II attraverso il prisma dell'operazione negoziale, come ulteriori mere suggestioni possono immaginarsi vari scenari e nuove ipotesi di tutele per gli investitori per il caso in cui l'investimento si riveli inadeguato. Si tratta tuttavia, allo stato, di "azzardi interpretativi", che meritano una successiva e più attenta riflessione⁶².

Se, per ipotesi, *manufacturer* e *distributor* coincidono, tutta la *compliance* ricade sullo stesso soggetto e, se questo viola le regole, a qualunque livello esse operino, ne risponde a titolo di responsabilità contrattuale verso l'investitore.

Più articolato sembra essere invece lo scenario se il *distributor* non dovesse coincidere con il *manufacturer*. Qualora il *distributor* indirizzi il prodotto coerentemente con le indicazioni date dal produttore potrebbero essere entrambi responsabili del danno cagionato se il prodotto si rivela inadatto. Ma a che titolo? Il *distributor* potrebbe essere chiamato a rispondere per gli inadempimenti accertati degli obblighi connessi al servizio svolto e il produttore per l'errata individuazione del mercato di riferimento e/o coerente distribuzione del prodotto disegnato⁶³. In linea di principio, allora, potrebbe ipotizzarsi un concorso tra responsabilità diverse: extracontrattuale per il *manufacturer* e contrattuale per il *distributor*⁶⁴.

Vi è chi ritiene che la responsabilità extracontrattuale del *manufacturer* in questo caso sia conseguenza dell'istituzionalizzazione di un dovere fiduciario che incombe sugli amministratori e che si lega alla tutela degli interessi riconducibili all'art. 47 comma 2 della Costituzione⁶⁵.

⁶² Manca allo stato una compiuta riflessione sul punto. Affronta però il problema E. GINEVRA, *op. cit.*, 30: «E il punto è in particolare comprendere se ed entro quali limiti possa prospettarsi che una violazione della regola di *product governance* prima riportata, tipicamente organizzativa, possa reagire a livello contrattuale». Spunti anche in F. ADRIA, *Innovazione finanziaria, governance del prodotto e distribuzione*, in R. D'APICE (a cura di), *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio*, Bologna, 2016, 641 ss.

⁶³ E. GINEVRA, *op. cit.*, 32.

⁶⁴ E. GINEVRA, *op. cit.*, 31 si esprime in termini di "responsabilità fiduciaria".

⁶⁵ E. GINEVRA, *op. cit.*, 32.

Più in generale, potrebbe ritenersi che il *manufacturer* risponde, in sostanza, per non avere governato i rischi connessi alla circolazione del prodotto, previsti quantomeno astrattamente in relazione al *Target Market* di riferimento. Da questo angolo di visuale, la responsabilità, in quanto responsabilità d'impresa, potrebbe essere sganciata dal principio della colpa e il principale criterio per valutare l'antigiuridicità del comportamento diverrebbe perciò quello delle qualità soggettive del soggetto agente, che esercita una funzione di tutela dell'interesse collettivo attribuito in capo a tutti gli *stakeholders*. L'ipotesi richiama la disciplina speciale sulla responsabilità del produttore⁶⁶ in relazione al prodotto difettoso, che non offre la sicurezza che il consumatore può legittimamente attendersi, indipendentemente dal grado di diligenza osservato dall'imprenditore.

Si prospetta così la possibilità di configurare la responsabilità del *manufacturer* come responsabilità senza colpa⁶⁷, con applicazione del regime previsto dalle norme sulla responsabilità del produttore con riguardo all'onere della prova e al danno risarcibile⁶⁸.

Va tuttavia considerato che le norme sulla responsabilità del produttore sono contraddistinte da un onere probatorio non facile (dovendo il danneggiato provare in modo rigoroso il nesso causale) e da una serie di restrizioni che rendono questa disciplina in molti casi inapplicabile⁶⁹. In ogni caso, la responsabilità oggettiva comunque concorrerebbe con la responsabilità contrattuale per inadempimento prevista in capo al distributore.

⁶⁶ Su cui si veda G. ALPA - M. BESSONE, *La responsabilità del produttore*, (a cura di) F. TORIELLO, Milano, 1999; R. PARDOLESI - G. PONZANELLI (a cura di), *La responsabilità per danno da prodotti difettosi: Commentario al d.p.r. 24 maggio 1988, n. 224*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1989, 497 ss.

⁶⁷ Sulla responsabilità oggettiva, per tutti P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961.

⁶⁸ D'altra parte, non va dimenticato che nel considerando n. 2 della Direttiva n. 85/374/CEE sulla responsabilità del produttore si affermava che: «solo la responsabilità del produttore, indipendentemente dalla sua colpa, costituisce un'adeguata soluzione del problema, specifico di un'epoca caratterizzata dal progresso tecnologico, di una giusta attribuzione dei rischi inerenti alla tecnica moderna».

⁶⁹ N. MATASSA, *Sub art. 6*, in AA.VV. *La responsabilità per danno da prodotti difettosi*, cit., 557.

In alternativa è possibile prospettare una tesi diversa che porta a qualificare anche la responsabilità del *manufacturer* in termini di responsabilità contrattuale, in base alla tesi sugli obblighi di protezione dei terzi secondo la quale violazione delle regole di comportamento imposte al soggetto agente – che ha una posizione qualificata anche in assenza di una diretta relazione contrattuale con la clientela – dà luogo a responsabilità per lesione dell'affidamento⁷⁰.

A ben vedere, infatti, il legislatore sembra avere soprattutto posto l'accento sull'obbligo del *manufacturer* di assicurare uno *standard* di adeguatezza degli assetti organizzativi della sua impresa che gli consenta di disegnare il prodotto in modo coerente alle esigenze della potenziale clientela. Si tratta perciò di guardare alle regole di organizzazione, individuando il parametro di diligenza applicabile nell'osservanza delle stesse regole. Sul piano del rapporto con la clientela ciò si traduce poi in mancanza nel prodotto delle qualità idonee a soddisfare la clientela, che ha confidato nella correttezza dell'*intero processo*.

In ogni caso – considerando che sul piano delle regole operative la distinzione tra responsabilità contrattuale ed extracontrattuale sembra essere sempre più evanescente e che la storia della responsabilità civile ha mostrato che essa costituisce fundamentalmente uno strumento essenziale per allocare perdite e distribuire risorse in base alla sensibilità del regolatore e della giurisprudenza – occorrerà attendere le prime pronunce e valutarne le conseguenze sul piano degli effetti giuridici. Nel frattempo, resta fermo che la responsabilità è esclusa per difetto del nesso causale se si accerta che la condotta pregiudizievole è attribuibile in via esclusiva al modo in cui si è effettuato il *test* di adeguatezza⁷¹.

⁷⁰ Sul tema v. C. CASTRONOVO, *L'obbligazione senza prestazione ai confini tra contratto e torto*, in AA.VV., *Le ragioni del diritto. Scritti in onore di Luigi Mengoni*, Milano, 1995, 147 ss.

⁷¹ L'art. 31, comma 3, del TUF prevede che «il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale». La norma contempla, condividendo la *ratio* con la previsione di cui all'art. 2049 c.c., un'ipotesi di responsabilità c.d. "oggettiva", che prescinde dalla sussistenza della colpa dell'Intermediario nella sorveglianza sull'attività del promotore.

Un'altra ipotesi è che il distributore effettui una valutazione critica del *Target Market* fatto dal *manufacturer* e voglia discostarsene. ESMA, negli orientamenti già richiamati del 2018, ammette certamente questa possibilità. In questo caso un problema di responsabilità si pone solo se ha torto il distributore, non potendo essere coinvolto il *manufacturer* a causa dell'interruzione del nesso di causalità. L'identificazione del *Target Market* da parte del distributore non comporta peraltro una valutazione di automatica adeguatezza rispetto allo specifico cliente, che caratterizza la fase finale del collocamento.

L'atomistica e intenzionalmente superficiale lettura fin qui condotta sul tema della responsabilità lascia tuttavia troppi interrogativi aperti che meritano una risposta attenta in altra occasione⁷².

8. Conclusioni. I limiti di MiFID II

Il quadro che si è tracciato, pur nella sua generalità, consente di prospettare alcune considerazioni conclusive relative ai due aspetti che si erano posti come oggetto di indagine in apertura. In primo luogo, l'efficienza dei rimedi previsti a tutela della clientela; in secondo luogo la valenza cross-settoriale della disciplina MiFID II nella materia finanziaria.

Quanto al primo profilo, le regole di condotta introdotte da MiFID II, come è stato osservato dalla dottrina, sono divenute più granulari e prescrittive e gli ambiti di autonomia organizzativa dei soggetti vigilati sono ora loro sottratti e disciplinati direttamente dal legislatore⁷³. Così facendo si sono ridotti però progressivamente gli spazi dell'autonomia privata⁷⁴, che viene sempre più indirizzata dalla regolazione che

⁷² Tra i molti problemi, ad esempio, assume rilievo non solo teorico quello della *quantificazione del danno* che si pone non tanto verso l'esterno quanto rispetto alla ripartizione interna tra corresponsabili.

⁷³ F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, cit., 37.

⁷⁴ E. GINEVRA, *op. cit.*, 28 afferma che: «all'interno di un tale modello il contratto perde del tutto quella centralità che gli è stata modernamente attribuita nel contesto della impostazione liberale e neo-liberale, per diventare la punta periferica di una determinazione la quale trova riconosciuto invece il suo cuore nella definizione delle regole organizzative dell'attività, nelle scelte cioè assunte dall'imprenditore all'interno del programma di combinazione dei fattori produttivi e in coerenza con quello. L'autonomia negoziale, pertanto, non scompare, ma assume il ruolo – davvero

persegue, anche in questo modo, l'efficienza del mercato attraverso meccanismi di riequilibrio di tutte le asimmetrie che, fisiologicamente o patologicamente, lo contraddistinguono. Anche chi è chiamato a decidere delle controversie insorte ha un margine di discrezionalità limitato alla verifica in concreto dell'avvenuto rispetto di regole di governo del rapporto dettate dal legislatore o dalle Autorità di Vigilanze.

La *compliance* alle prescrizioni normative e regolamentari diventa, per l'effetto, molto onerosa, ma non necessariamente risolutiva. Sembra trovare anche qui piena applicazione la scelta che ha contraddistinto negli ultimi anni la legislazione settoriale, quella cioè di fare prevalere la regolazione di dettaglio alla regolazione per principi, che garantisce invece la proporzionalità e la flessibilità necessaria al funzionamento delle stesse regole.

Il progressivo svuotarsi dell'autonomia contrattuale comporta poi che le tutele si spostino di piano, passando da quello che pone al centro la tutela individuale successiva a quello della *Governance* dell'impresa e del prodotto. *Governance* che si conforma a norme sostanzialmente pubblicistiche e finalizzata alla prevenzione dei rischi d'impresa, nell'idea che sia in questo passaggio anticipatorio della tutela la risposta più adeguata alla salvaguardia dei diritti degli investitori.

Seppure ciò appaia vero e l'intervento operato utile e necessario, esso non basta o diviene controproducente se giunge al punto da sostituire l'autonomia privata.

Nel complesso, l'intervento regolatore è evidentemente volto a rafforzare la protezione del consumatore, ma il bilanciamento tra interessi diversi, ugualmente meritevoli, non sembra ben riuscito. Funzionano, in parte, le regole sul conflitto di interessi e quelle sulla *Product Governance*, nella misura in cui attribuiscono all'intermediario un margine di discrezionalità nelle scelte degli assetti organizzativi più efficienti a perseguire gli obiettivi normativi e sono in linea di massima utilizzabili anche per tutelare gli investitori di prodotti complessi; convincono meno, invece, per le ragioni su esposte, le regole di condotta troppo puntuali. È il caso della disciplina poco lineare dettata,

ben più ridotto che in passato – di segmento collocato all'interno e ai confini del processo di realizzazione dell'attività programmata, di motorino periferico utile (solo) per l'effettiva e concreta attrazione al contesto produttivo di risorse astrattamente prefigurate altrove, ossia in sede di determinazione autoregolamentare».

ad esempio, per gli *inducements* o della disciplina sulla trasparenza sui costi, i cui limiti sono particolarmente evidenti sia, come si è detto, perché eccessivamente onerosa e inutilmente gravosa anche per chi riceve tante informazioni in forma sia analitica sia aggregata, sia perché non “esportabile” qualora si volesse abbracciare la prospettiva di una regolazione cross-settoriale in materia finanziaria.

Inoltre, il fatto che alcune regole prescrittive siano state dettate in seguito alla crisi finanziaria per rispondere a esigenze di tutela di categorie di soggetti le cui aspettative sono state tradite rischia di non renderle adeguate a gestire un'altra crisi economica che abbia natura o carattere diverso. In altre parole, regole eccessivamente mirate si scontrano facilmente con la complessità della realtà e, in genere, per mancanza di duttilità non si prestano poi a rispondere in modo efficiente al manifestarsi di altre crisi finanziarie o economiche che modifichino il contesto economico in cui esse sono chiamate a operare⁷⁵.

Anche in prospettiva rimediabile, nel silenzio delle norme, la “granulosità” delle regole dettate in materia di valutazione di adeguatezza induce dottrina e decisori a dare spazio crescente in caso di *misseling* al rimedio della nullità in luogo di quello del risarcimento del danno nell'ipotesi di violazione della regola imposta; la nullità diviene una sanzione per l'inadempimento dell'intermediario che non viola solo una regola di condotta ma pone in essere un atto negoziale che lede interessi pubblicistici.

Si ha l'impressione che questa pubblicizzazione del diritto privato economico sia compatibile solo con una regolazione per *silos* verticali e in un'ottica di forte conformazione dell'attività privata da parte del regolatore più che del mercato.

La *Product Intervention*, ad esempio, incide sull'autonomia privata e, ancor prima, sull'iniziativa economica privata, al punto da vietare il prodotto quando reputato dall'*Authority* intrinsecamente inidoneo al *Target Market*. Intervenire a tutela degli interessi della clientela laddove il prodotto non sia in grado di garantire lo *standard* minimo di qualità⁷⁶, inteso come l'idoneità a soddisfare le utilità che il mercato ragionevolmente si attende di ritrarre dallo stesso prodotto è, come si è

⁷⁵ Vedi *infra*, § 9.

⁷⁶ Sul tema, v. E. BELLISARIO, *Sicurezza e Qualità, Introduzione*, in G. ALPA - L. ROSSI CARLEO (a cura di), *Codice del Consumo. Commentario*, Napoli, 2005, 673 ss.

detto, un principio riconosciuto⁷⁷ e, a conferma di ciò, nel diritto positivo esistono diverse previsioni che tutelano l'aspettativa tradita: basti pensare, oltre ai diversi rimedi risarcitori, alle norme codicistiche sulle garanzie nella vendita in generale, alla disciplina consumeristica delle garanzie nella vendita dei beni di consumo. Ma qui si tratta di altro: non di individuare *ex post* un sistema di rimedi, che si è visto potranno comunque essere invocati ove sia necessario; ma di investire l'Autorità di vigilanza del compito di stabilire quale sia la soglia oltre la quale l'interesse dell'impresa a creare nuovi prodotti, tutelata dalla combinazione dell'art. 41 comma 1 Cost. e dell'art. 1322 c.c.; non possa più trovare spazio perché il prodotto non supera la valutazione di meritevolezza, non in quanto inutile sotto il profilo causale, ma perché in contrasto con il limite dell'utilità sociale⁷⁸.

L'impostazione analitica di MiFID II non appare neppure, *prima facie*, del tutto compatibile con il nuovo approccio della Commissione Europea, anche se in materia di *Digital Market* e non di *Capital Market*, che intende promuovere una regolazione: (i) cross-settoriale, (ii) che si basa su una regolazione per regole generali e ne affida l'applicazione ai singoli stati membri e dunque alle autorità nazionali competenti (ANC), (iii) che limita gli oneri *ex-ante* per rafforzare invece i profili di responsabilità e dunque gli interventi *ex post* in caso di violazioni.

Dunque, in vista della prossima emanazione di MiFID III⁷⁹, una rivisitazione della disciplina in chiave di semplificazione delle regole e

⁷⁷ U. MALVAGNA, *Clausola di "riaddebito" e servizi di pagamento. Una ricerca sul rischio d'impresa*, Milano, 2018, 174, osserva che: «L'esistenza di un livello minimo di qualità imperativamente preteso dall'ordinamento privatistico pare già indicata, nel suo nucleo concettuale minimo e basico, dal rilievo per cui il prodotto dotato di caratteristiche materiali ovvero normative tali da renderlo totalmente inidoneo a soddisfare gli scopi pratici, che determinano la clientela ad accedere a quel dato prodotto, realizza – in assenza di un intervento eteronomo di ordine correttivo – una dinamica che si pone in contrasto, prima ancora che con la specifica normativa primaria d'impresa eventualmente applicabile al rapporto *ratione materiae*, con il dato costituzionale».

⁷⁸ Sui limiti della libertà dei privati nel rapporto con l'ordinamento e sul riparto di competenze tra ordine giuridico e autonomia privata vedi, per tutti, M. NUZZO, *Utilità sociale e autonomia privata*, Milano, 1975, *passim* e spec. 80 ss. sul concetto di utilità sociale.

⁷⁹ La Commissione Europea ha avviato una consultazione in aprile 2020 volta a valutare il funzionamento del regime di MiFID II nell'ambito delle iniziative previste

di affermazione di principi sarebbe auspicabile, con un arretramento dell'intervento minuto del regolatore che dia nuovo spazio all'autonomia privata.

Scegliere un approccio cross-settoriale, con principi generali e regole trasversali, è auspicabile per diverse ragioni: (i) consente di creare un *Common Playing Field* in cui definizioni, concetti, regole si prestano a regolare fenomeni che dal punto di vista economico sono simili, con norme comuni che sono preposte alla tutela di interessi omogenei; (ii) facilita l'educazione finanziaria, dal momento che semplificazione e comunanza di regole fondate su principi si prestano ad avere maggiore stabilità nel tempo; (iii) è compatibile con l'evoluzione tecnologica, che pone problemi nuovi e difficilmente prevedibili e comunque non riconducibili a categorie e istituti esistenti; (iv) evita arbitraggi regolatori e arbitraggi sulla vigilanza. Quest'ultimo aspetto, in particolare va oggi attentamente riflettuto. Il riparto di competenze tra *Authorities* è infatti un altro tema critico che, come si è detto, stenta a trovare una risposta nel sistema; talvolta, anzi, ci si trova a giocare al *sudoku* per stabilire a chi spetti la competenza tra autorità indipendenti che non è indicata in modo inequivoco dalla norma e viene definita quindi per principi; diversi evidentemente, a seconda delle istanze e delle autorità che la reclamano⁸⁰.

Forse, in prospettiva, si potrebbe rovesciare il guanto e ripensare l'approccio regolatorio riducendo gli interventi normativi sulla *compliance* ma accompagnando questa scelta sul piano regolatorio a un

per l'Unione dei Mercati di Capitale dall'Agenda per la finanza digitale e per la finanza sostenibile.

⁸⁰ L'incertezza nasce dall'autonomia dell'evoluzione normativa europea rispetto al riparto delle competenze, che è definito invece in ambito nazionale e con quella è sempre meno coerente, anche in ragione dell'assenza di una scelta definitiva tra i due modelli regolatori (cross-settoriali o per *silos*) in funzione dei quali la competenza delle autorità va definita. Il problema è particolarmente evidente, ancora una volta, con i prodotti misti o complessi. Si pensi solo, a titolo esemplificativo, che per i prodotti IBIPS, il documento di consultazione promosso da Consob e Ivass prevede che la vigilanza sia diversificata tra Consob e Ivass per la POG (processo organizzativo sul prodotto) e per le regole di distribuzione a seconda dei canali di distribuzione utilizzati. Così, ad esempio, se l'IBIPS è distribuito dalle banche la vigilanza spetterà a Consob, mentre il controllo spetterà all'IVASS in tutti gli altri casi; così come, con riguardo all'informativa precontrattuale, la vigilanza sul KID.

rafforzamento della responsabilità ex post dell'intermediario che non abbia agito nel perseguimento del miglior interesse del cliente. Dunque, occorre creare un sistema di regole di carattere orizzontale e flessibili e affiancargli un regime di responsabilità rafforzata per le imprese.

Occorre però, al contempo, evitare che questa modalità di procedere possa tradursi in un “inciampo all'indietro”, che riduca le tutele faticosamente conquistate dalla clientela nella distribuzione. A tal fine, può essere opportuno completare l'intervento con un ripensamento *dell'enforcement* della Vigilanza, assicurando alle Autorità gli strumenti necessario per monitorare i fenomeni e sanzionare i comportamenti scorretti; in tal modo prevenendo il rischio che l'arbitraggio si sposti dalla scelta della norma applicabile alla scelta della vigilanza, ove esistano forbici diverse.

9. Postilla: La MiFID II non supera il test COVID-19

Nelle more della pubblicazione di questo contributo, lo scenario in cui ci si muove è radicalmente cambiato per effetto della crisi pandemica in corso. Una crisi sanitaria, che colpisce l'economia in un modo diverso e più drammatico di quanto non sia accaduto con le pur pesante crisi finanziaria dello scorso decennio. Il prevedibile impoverimento di un'ampia categoria di risparmiatori induce a interrogarsi sul sistema delle tutele previsto da MiFID II che non è disciplina indifferente a questa crisi, anche solo per la ragione che nessuna disciplina può dirsi insensibile ai cambiamenti in atto.

In particolare, come è stato detto, i processi distributivi dei prodotti finanziari concepiti prima del Covid-19 dovranno essere ripensati in considerazione delle nuove esigenze della clientela: così per la *product governance* e così per la fase più strettamente distributiva⁸¹. I test di

⁸¹ F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta.*, in *dirittobancario.it*, 4 maggio 2020, afferma: «Come sta accadendo in molti altri settori, legislatori, regolatori e Autorità di vigilanza dovrebbero fornire indicazioni sulla gestione dell'inevitabile processo di revisione di product governance e di adeguatezza/appropriatezza nella fase dell'emergenza, e anche nel periodo che seguirà alla fine dell'emergenza stessa. Andrebbero, in particolare, valutate opzioni che consentano agli operatori di gestire l'inevitabile complesso processo di revisione dei loro processi fruendo di un periodo transitorio

adeguatezza dovranno essere per molte categorie di soggetti nuovamente effettuati alla luce del criterio della tolleranza al rischio, i consulenti finanziari dovranno orientare la clientela nelle scelte avendo riguardo alle esigenze di liquidità e di investimento, e via discorrendo. Questo processo «richiederebbe, a tacer d'altro (i.e. organizzazione, costi, etc..), tempi molto probabilmente incompatibili o addirittura impeditivi del rispetto dell'obbligo generale di ricercare il miglior interesse della clientela, cui gli intermediari sono comunque tenuti in ragione della disciplina in commento. Anche in questo ambito, in definitiva, si dovrebbe prendere atto che una disciplina scritta in contesti di mercato normali richiede giocoforza adattamenti e ribilanciamenti in condizioni straordinarie, e che la gestione della fase di crisi richiede misure straordinarie. Che sia una sfida per il sistema, e per i regolatori, è indubbio, ma ci pare un compito al quale non ci si può sottrarre»⁸².

Questa condivisibile constatazione chiama regolatori e interpreti a un nuovo ineludibile impegno, evidente e urgente. Tuttavia, il rilievo che la puntigliosità delle regole di organizzazione e di condotta imposte da MiFID II renderebbe particolarmente gravosa la prestazione di servizi di investimento – in quanto non appare possibile svolgere la valutazione dei rischi sulla base delle informazioni che devono essere assunte e fornite, in un contesto di incertezza e di imprevedibilità – induce a due considerazioni finali.

La prima è che questa situazione mostra con palese evidenza quanto sia necessaria una regolazione cross-settoriale della materia basata su regole orizzontali ed elastiche piuttosto che la regolazione per *silos* verticali che, con le regole granulari, rende la *compliance* non tempestiva né agevole in caso di necessità di accelerazione dei processi.

La seconda è che proprio la necessità di intervenire in urgenza può essere anche un'opportunità per il regolatore per introdurre disposizioni

adeguato, introducendo disposizioni dal tenore analogo agli interventi che stanno interessando altri settori del diritto dell'economia, e che portano a riconsiderare, sospendere, rinviare istituti anche ben consolidati. I criteri posti alla base dei processi di product governance e di adeguatezza andrebbero integrati per tener conto della straordinarietà della situazione, e dei nuovi elementi di valutazione che ne derivano, fruendo di un periodo adeguato di *grandfathering*».

⁸² Ancora, F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta.*, cit.

che si adattino a fare fronte alle nuove esigenze del mercato, ma che rispondano già sul piano della tecnica di redazione alla logica cross-settoriale.

Su un piano più generale, sebbene sia vero che le regole molto puntuali si giustificano, in questa occasione più che mai, in considerazione dell'eccezionalità delle circostanze e del fatto che, molto spesso, l'applicazione di esse è rimessa non al giudice ma alle Autorità di Vigilanza e che esse hanno un margine ridotto di discrezionalità nell'attuarle (anche in ragione del "principio dei poteri attribuiti"); è altresì vero che perseverare con una tecnica che mostra con evidenza i suoi limiti e richiede continui adattamenti, porta a mettere in discussione il metodo prescelto dei *silos* normativi settoriali anche in questo frangente, dal momento che il diritto dei mercati non è fatto di monadi ma richiede un'attenta analisi di come ogni nuova regola impatti sulle altre. In questa prospettiva le strade percorribili sembrano essere due: o si attribuisce oggi maggiore discrezionalità alle Autorità nell'applicazione della disciplina vigente con gli evidenti rischi che tale soluzione comporta; oppure si punta a introdurre poche regole cross-settoriali, redatte facendo ricorso a clausole generali⁸³ e a principi che aiutino le stesse Autorità a fare ricorso alla discrezionalità tecnica che è loro attribuita ma che, se ispirate dai principi di proporzionalità, si prestino a garantire al meglio i diversi molteplici interessi protetti e ad assicurare anche, nei limiti del possibile, uniformità e prevedibilità del diritto⁸⁴.

⁸³ Sul complesso uso delle clausole generali nel sistema, si veda, tra i molti autorevoli interventi, M. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall'esperienza del diritto commerciale*, in F. RICCI (a cura di), *Principi, clausole generali, argomentazione e fonti del diritto*, Milano, 2018, 161 ss.

⁸⁴ Tema ampiamente trattato da N. IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016.

Ideologie e tecniche dei rimedi risarcitori nell'attività d'impresa (compensazione e ultracompensazione)

SOMMARIO: 1. Premessa e un *caveat*. – 2. Alcune considerazioni di carattere generale. – 3. Interesse tutelato e funzione del rimedio ultracompensativo. – 4. Ideologie e tecniche dei rimedi.

1. Premessa. Un caveat

Chi, come chi scrive, ha maturato la propria formazione giuridica nello scorso secolo ha imparato a interpretare il diritto quale fenomeno nella sua essenza storico e profondamente ideologico. Riferimento culturale fondamentale per più di una generazione sono state le pagine di Riccardo Orestano, appassionate e struggenti nell'affermazione del fondamento sempre ideologico e del contenuto etico della norma giuridica; come pure le pagine di Franz Wieacker, importanti per svelare l'imbroglio che sempre si nasconde sotto la pretesa di neutralità delle norme giuridiche, anche quando ordinate nella sontuosa perfezione del sistema del diritto delle pandette. E ponendo mente a quell'insegnamento, anzitutto metodologico, non può che apparire naturale che epicentro del discorso dei giuristi restino le ideologie anche e a maggior ragione ora, nel millennio celebrato come l'epoca del loro tramonto.

Guardando specificamente al terreno del diritto dell'impresa e dei mercati, prima considerazione, sia pure per certi versi superficiale, è che qui la lettura dei fondamenti ideologici assume rilievo più significativamente che in altre zone dell'ordinamento: nello spazio lasciato vuoto dal ritiro dello Stato e sterilizzato dalla politica per mezzo delle modalità nuove di organizzazione dell'economia privatizzata, si svolge una dialettica necessariamente centrata sulla individuazione degli interessi tutelati, ispirata, a monte, dal disvelamento delle ragioni di politica del diritto sottese, momento per momento, alla pretesa neutralità delle scelte operate.

Esemplare è il discorso sui rimedi, dove l'influenza dei presupposti ideologici si esprime in percorsi argomentativi variamente articolati attorno a coppie di termini e locuzioni antinomici, a loro volta portatori di categorie, concetti o principi tra loro contrapposti. Termini e locuzioni: soltanto ad esempio, quelli, contenuti tra parentesi nel nostro titolo, «compensazione» contro «ultracompensazione», con, in stretta correlazione, «azione individuale» contro «azione collettiva»; a monte, in ragione della qualificazione del contesto, «autonomia privata» contro «ufficio» o «agire funzionale»; «*public enforcement*» contro «*private enforcement*»; «colpa» o «causalità» contro «effettività»; «proporzionalità», ancora, contro «effettività». Sono esempi che certamente non esauriscono il quadro e, altresì, non consentono di ordinare un unitario scenario dialettico. Si ritrovano, infatti, impiegati su terreni caratterizzati da specialità e delimitati assai rigidamente, corrispondenti talvolta a prospettive particolari delle attività economiche (una per tutte la concorrenza con il tema del risarcimento dei consumatori a valle), altre volte delimitati da specifiche discipline di specifici mercati. Tra questi ultimi: a) il mercato bancario e il mercato finanziario dove emergono con maggiore chiarezza i termini della contrapposizione tra autonomia privata e agire funzionale e dove altresì si trova in costante, significativa, tensione il paradigma ordinario della responsabilità civile; b) il mercato assicurativo, dove si gioca un confronto importante tra principio indennitario e principio di autonomia; c) il diritto generale dei consumatori, dove è posto in principio il problema dell'effettività e lo spostamento nella discussione dai diritti ai rimedi ha portato a galla il tema dell'azione collettiva.

Lo scenario è dunque estremamente frammentato. Possono agevolare l'orientamento di chi vi si avventuri per un giro breve un *caveat* e qualche considerazione di carattere generale.

Il *caveat*.

Il modo della sommaria descrizione che precede sconta, a monte, una opzione ideologica unitaria personale di chi scrive: l'autonomia privata (che qualificherei piuttosto come libertà di iniziativa raccogliendo l'insegnamento di due grandi Maestri del diritto quali Paolo Ferro-Luzzi e Pietro Perlingieri) non ha un fondamento unitario ma è governata da principi differenti in relazione ai diversi interessi

volta per volta coinvolti. Ad esempio, l'autonomia in ambito bancario e finanziario ha un primo riferimento unitario nell'art. 47 Cost. e ha a valle principi contenuti nelle norme di rango primario dei differenti mercati (l'art. 21 TUF nei mercati finanziari, la disciplina della sana e prudente gestione nel mercato bancario). L'autonomia in ambito assicurativo, dove, soprattutto quando si parla di assicurazione sugli infortuni e sulla vita, è direttamente implicato l'interesse della persona umana, ha riferimenti plurimi tra i quali anche i principi fondamentali degli art. 2, 3 e 32 cost. L'autonomia nell'area dei servizi pubblici, dove è chiaramente coinvolto tutto l'apparato di regole che disciplina l'attività della P.A. La generale disciplina consumeristica – quindi del mercato inerente ai prodotti di massa in quanto tali – ha come riferimento, unico per ciò che è oggi, l'art. 41 Cost.

In questa diversità di fondamenti, che è causa di frammentazione tra autonomie, si gioca il rapporto tecnica-ideologia, nel senso che gli espedienti tecnici e gli stessi principi possono assumere valenza ideologica profondamente diversa a seconda del terreno dove vengono utilizzati: così è, per esempio, per il *private enforcement*, così è per la stessa libertà contrattuale. Il *private enforcement*, per intenderci, assume caratteri diversi a seconda del terreno dove viene profilato. Su un terreno come quello della concorrenza, di là dalla discussione che si può fare in ordine alla funzione deterrente, è criticato e criticabile in quanto strumento liberista, perché connesso con misure fondate sulla auto-organizzazione dei cd. *gatekeepers* e sulle relative regole, frutto quindi, sostanzialmente, dell'abbandono del controllo diretto da parte dell'autorità pubblica. Fuori da questo terreno può assumere invece la funzione quasi opposta, di consentire, attraverso la misura della responsabilità un diretto e incisivo intervento della mano pubblica.

2. Alcune considerazioni di carattere generale

Considerazioni di carattere generale.

Il dibattito sul danno ultracompensativo in Italia – ravvivato dalla nota recente sentenza della Cassazione a Sezioni Unite n. 16601 del 5 luglio 2017 – è percorso da notevoli equivoci ed è altresì condizionato da alcune sovrapposizioni concettuali. Partendo dalla fine, ossia dal

dibattito più attuale, il primo equivoco si manifesta nella stessa selezione del piano di lettura, ridotto esclusivamente alla discussione in ordine alla possibilità di comminare oggi, nel nostro sistema nazionale, un risarcimento ultracompensativo.

Questo è il piano selezionato, per lo più in ragione della critica alla menzionata decisione: assai ristretto, produttivo di una discussione asfittica. Sì, è vero, la Suprema Corte afferma, a nostro avviso opportunamente, la potenziale multifunzionalità del danno, ma si tratta pur sempre di una sentenza di diritto internazionale privato. Certamente manca, e sarebbe necessaria, una disciplina positiva che consenta al giudice italiano oggi di condannare il responsabile di un danno a un risarcimento maggiore rispetto alla compensazione integrale delle perdite subite dal danneggiato. Vero: ma non è questo il problema. In altre parole, non sembra discutibile ciò, che oggi nel nostro ordinamento nazionale ci sarebbe bisogno di una previsione normativa per poter profilare ipotesi di ultracompensazione. Ma una cosa è dire questo, altra cosa è opinare che il danno ultracompensativo non sia compatibile con il nostro ordinamento. In altre parole, la critica equivoca la decisione e non coglie perciò stesso il segno, poiché quest'ultima – per essere, come già detto, una decisione di diritto internazionale privato – non afferma affatto che nel diritto interno sarebbe legittimo comminare condanne a risarcimenti ultracompensativi ma soltanto, coerentemente con la sua funzione, che il danno ultracompensativo è compatibile con il nostro ordinamento e che perciò non ci sono ragioni di ordine pubblico per escluderne la cittadinanza, in presenza delle condizioni formali necessarie per la sua importazione.

Il problema in realtà è un altro: sempre lo stesso. Scorre sotto la superficie del dibattito attuale, come pure innervava le discussioni che nel tempo precedente si sono susseguite, la preoccupazione di molti che vi sia incompatibilità tecnica del danno ultracompensativo rispetto ai fondamenti del nostro sistema della responsabilità, talché da comportarne un grave effetto distorsivo.

Ebbene. Ha certamente ragione chi scrive che la responsabilità civile nasce in una dimensione meramente compensativa, legata indissolubilmente alla colpa.

L'articolo 2043 del codice civile italiano replica la sostanza degli artt. 1882 e 1883 del Codice di Napoleone: quella era l'essenza della responsabilità civile del diritto liberale. È vero perciò che il nostro sistema della responsabilità civile è nato per assolvere una funzione esclusivamente compensativa quale parte di un tutto, costituito dal disegno del diritto dei privati, ideologicamente pregno, recato dal codice di Napoleone, trasfuso nel Codice italiano del 1865 e poi in quello italiano del 1942. La sua costruzione è coerente, nell'esperienza europea continentale, con il fondamento ideologico del diritto individuale e con la sua traduzione tecnica negli schemi del diritto soggettivo (con ciò che essi comportano in punto di rapporto tra soggetto, patrimonio, attività e responsabilità); ed è altresì coerente con il ruolo ancillare assegnato dalla tradizione anglosassone al sistema dei *torts* rispetto alla *property* («*the guardian of every other right*»).

Ancora, sia pure in una diversa prospettiva e soprattutto alla luce di principi profondamente diversi, non sembra che si possa dare torto a chi assegna alla funzione compensativa un ruolo centrale nella disciplina della allocazione dei rischi dell'attività giuridica riconoscendo nel criterio della colpa la traduzione di una scelta eticamente significativa, se pure non valida in senso assoluto, ai fini della soluzione dei conflitti interpersonali.

Tuttavia, questo non vuole affatto dire che il sistema debba concludersi nelle linee della perfezione dogmatica assicurata dalla mera finalità compensativa. Non è di oggi, del resto, la prospettazione della responsabilità civile come sistema bipolare. È invece opportuno distinguere (si potrebbe appunto dire) tra due poli, riconoscendo la coesistenza di due metodi costruttivi connotati da differenti premesse logiche e ideologiche. Il fuoco, così, si stringe ancora: senza sovrapposizioni con il sistema dogmatico tradizionale della responsabilità civile, il problema nudo e crudo è costituito dall'ammissibilità dell'ultracompenzazione alla luce dei principi del nostro ordinamento.

Al riguardo, l'argomento forte usato dalla critica è che il nostro ordinamento rifiuta sistemi risarcitori che vadano oltre la compensazione poiché costituirebbero una lesione del principio di proporzionalità, sia, guardandola dal punto di vista del danneggiato,

come proporzionalità del ristoro ricevuto rispetto al danno effettivamente sofferto, sia, dal punto di vista del responsabile, come proporzionalità dell'esborso corrispondente risarcimento rispetto al danno cagionato.

Né l'una né l'altra prospettiva appaiono idonee a erigere barriere insormontabili.

Quanto alla prima vale, e mi pare decisivo, l'argomento che l'interesse tutelato non è unitario ed è dunque articolato anche il danno. È tautologico ma tant'è: il risarcimento quantificato sulla base del danno sofferto dal danneggiato trova il suo limite nell'integrale ristoro ovvero nella piena compensazione; non c'è ragione che possa legittimare la condanna del responsabile al pagamento di una somma a titolo di risarcimento del danno subito, maggiore rispetto alla perdita da compensare. Ma stiamo ragionando all'interno della funzione e, dunque, della logica compensativa. Il punto è: si può andare o non si può andare oltre la funzione compensativa? Ed è qui che bisogna uscire dall'equivoco. È una cosa diversa rispetto al nostro sistema nato dal Codice di Napoleone, non è l'istituto modellato dall'esperienza del diritto moderno per compensare le perdite prodotte dalla lesione dei diritti individuali ai loro titolari, ma diremmo, più in generale, per dotare i diritti soggettivi di uno strumento di generale coercibilità.

Il presupposto affinché si possa utilmente accedere al discorso dell'ultracompensatività è che esista un altro polo della responsabilità civile, che in concreto prospetti nelle singole fattispecie di danno un interesse e una correlativa funzione ulteriori rispetto a quelli fondanti il meccanismo compensativo. Interesse ulteriore di chi? Di altri danneggiati, possibile. Dell'ordinamento (*i.e.* interesse pubblico), possibile. Si vedrà meglio più avanti. Certamente, anche con riguardo a questo interesse valgono, esattamente come per quello del danneggiato alla tutela del suo diritto individuale, il principio di proporzionalità ma, diremmo, anche quello di ragionevolezza nella definizione dell'*an* e del *quantum* del risarcimento.

Quanto alla seconda prospettiva, quella della proporzionalità della condanna rispetto al danno cagionato, è nuovamente evidente che il comportamento illecito considerato non può più essere perimetrato unicamente attorno alla violazione del diritto soggettivo e, invece, deve

poter essere qualificato talsì da innestare nella medesima fattispecie la sensibilità di un interesse ulteriore. A primo esempio, giacché si sta parlando di mercati, può essere portata la violazione di regole di condotta imposte agli operatori professionali in ragione del modello economico e organizzativo dell'attività di ciascuno di essi (mercati) proprio e nell'interesse perciò generale al loro corretto funzionamento.

3. *Interesse tutelato e funzione del rimedio ultracompensativo*

La prospettazione dell'interesse tutelato come ulteriore rispetto a quello individuale del soggetto danneggiato conduce in via diretta sul terreno della funzione del rimedio risarcitorio. Al riguardo, è necessario in prima battuta precisare che l'ultracompensazione può avere, di fondo, due diverse vocazioni. La prima, che corrisponde al danno propriamente definibile come punitivo – correttamente ricostruito con il riferimento al c.d. diritto penale minimo, sintesi del passaggio al diritto civile di sanzioni precedentemente erogate dal diritto penale – eccede il tema stretto della responsabilità nell'attività economica. Di questo non si parlerà.

Altra vocazione dell'ultracompensazione si sostanzia nella funzione c.d. regolatoria. Funzione cioè conformativa delle condotte tramite appunto l'utilizzazione dello strumento della responsabilità: impiegata per indurre condotte reputate desiderabili che altrimenti non sarebbero probabilmente tenute o, al contrario, per impedire condotte reputate non desiderabili che altrimenti sarebbero con buona probabilità tenute.

Torna qui prepotentemente all'evidenza la valenza ideologica dei presupposti della scelta tra *public* e *private enforcement*.

È certamente in gioco l'equilibrio tra pubblico e privato, le prime precisazioni, essenziali anche per orientarsi sul terreno della politica del diritto, sono squisitamente tecniche. Si potrebbe iniziare col dire che, in realtà, si cade da una parte o dall'altra a seconda di come si concepisce il rimedio e di come, conseguentemente, si calcola il danno.

Il danno della nostra tradizione giuridica, quello compensativo, ha due caratteri essenziali che qui interessano. Uno oggettivo, già più volte menzionato nel nostro discorso, costituito dalla corrispondenza tra risarcimento e perdita subita dal danneggiante. Uno soggettivo,

costituito dalla coincidenza tra titolarità della situazione sostanziale lesa e legittimazione processuale. In senso stretto, ultracompensativo è esclusivamente il danno che sia maggiore di quello compensativo sotto il profilo oggettivo. Tale è quello – poco sopra menzionato – con funzione punitiva (*i.e.* sostitutiva della sanzione penale), tale può essere anche il danno con funzione regolatoria o, ancora meglio, di «costruzione del sistema» come lo qualifica Guido Calabresi, parametrato sulle condizioni necessarie per ottenere il risultato conformativo perseguito.

Quanto all'altro carattere, quello soggettivo, il superamento del dogma della coincidenza stretta tra titolarità del diritto e titolarità dell'azione consente di realizzare due diverse forme di ampliamento del perimetro della responsabilità. Va detto tuttavia che nessuna di esse si può considerare in senso stretto ultracompensativa. Non lo è certamente la tecnica, nota e normata nel nostro ordinamento, corrispondente all'istituto dell'azione di classe. Non lo è altresì la forma rappresentata dal c.d. moltiplicatore delineato da Steven Shavell, consistente, esattamente, nell'aumento del risarcimento, accordato sulla domanda del danneggiato attore in giudizio, in ragione del numero degli altri danneggiati dal medesimo fatto illecito, pur se non costituiti.

Sotto il profilo sostanziale, il danno corrisponde alla compensazione di tutti i danneggiati, ai quali il risarcimento è messo effettivamente a disposizione tramite la formazione di un fondo che se non fruito dai destinatari è impiegato per finalità socialmente utili. Nessun danneggiato riceve più di quanto necessario per compensare la sua perdita effettiva. L'attore è compensato con una quota limitata per il servizio reso agli altri danneggiati e alla collettività. Non si tratta dunque, si ripete, di danno propriamente ultracompensativo. Ciò nondimeno si mostra in grado di svolgere una funzione regolatoria, in quanto, rendendo giustiziabili con molta più facilità situazioni che altrimenti non lo sarebbero e capovolgendo così il calcolo economico che presiede alle decisioni strategiche delle imprese, specie se di grandi dimensioni, in ordine ai rischi sopportabili come conseguenza di condotte illecite, esprime una importante forza deterrente.

In sostanza, la tecnica del moltiplicatore è giocata sull'idea del *private procurator*, ossia dell'attribuzione a un individuo privato del

compito di individuare le violazioni e di perseguirle come parte processuale nell'interesse della collettività dei danneggiati e, più in generale, nell'interesse pubblico al rispetto delle regole di condotta violate. A monte di essa si trova il convincimento che in molti casi – come quando si tratti di violazione di interessi diffusi o di danni seriali di lieve o lievissima entità – gli illeciti siano più prontamente ed efficacemente individuati da parte di coloro che ne subiscono direttamente le conseguenze piuttosto che da parte di organismi pubblici a ciò preposti.

A fronte della indubbia utilità, anche sotto il profilo della deterrenza, di questa tecnica – in particolare, nell'ipotesi di danni lievissimi numerosi e identici tra loro – in casi dove invece il danno sia in partenza unitario (si pensi al danno ambientale) e dove perciò sia maggiormente significativa la dimensione pubblicistica dell'interesse, essa rischia di costituire *sic et simpliciter* un passo indietro ingiustificato e non necessariamente efficiente da parte del potere pubblico nel (e dunque una sostanziale privatizzazione del) *enforcement*.

All'opposto, funzione spiccatamente regolatoria e ispirazione correlativamente pubblicistica sono proprie del danno in senso stretto ultracompensativo, là dove il calcolo del risarcimento sia misurato sulla deterrenza, ossia sull'impatto che si vuole che essa abbia sul mercato. In altre parole, tornando a guardare nella prospettiva di «costruzione del sistema» illustrata da Guido Calabresi, esprime una indubbia vocazione pubblicistica del rimedio la misurazione del risarcimento effettuata specificamente sulla base del suo effetto incentivante (o disincentivante) di condotte. A questa stregua si mostra esemplare la proposta di Calabresi, di proporzionare l'entità del risarcimento alle possibilità economiche del danneggiante: a parità di danno un medesimo risarcimento può provocare infatti il dissesto e l'uscita dal mercato di un operatore piccolo e può invece toccare soltanto marginalmente, talché da non produrre neanche deterrenza, un operatore molto più grande. E, in effetti, il mutamento di prospettiva, guardando il meccanismo nella sua portata complessiva, è tale da condizionare la valutazione di tutti gli elementi costitutivi delle vicende di responsabilità, là dove la medesima qualificazione in termini di liceità

o illiceità delle condotte finisce per dipendere (non già dai loro caratteri oggettivi bensì) dai loro effetti economici, attuali o potenziali.

All'opposto, si diceva, anche sotto il profilo ideologico: se opportunamente bilanciata con l'attività delle autorità che regolano il mercato, questa tecnica si può rivelare strumento di direzione pubblicistica dell'economia estremamente incisivo. Segnatamente, il meccanismo replica, *a contrario*, meccanismi non più attuali di intervento dello Stato nell'economia. Il passaggio da una disciplina connotata da funzione esclusivamente compensativa a un sistema di responsabilità ultracompensativa colloca infatti lo strumento risarcitorio tra le modalità, dirette o indirette, di conformazione, correzione e controllo dei mercati da parte dei poteri pubblici che operano la relativa scelta. Si tratta, in altre parole, di una misura di politica del diritto la quale – determinando significative penalizzazioni patrimoniali coattive – incide potenzialmente sulla struttura dei mercati in maniera analoga, se pure inversa e con tutte le dovute differenze in ordine ai presupposti, rispetto agli aiuti di Stato.

4. *Ideologie e tecniche dei rimedi*

Entro il perimetro di singoli mercati, si è detto qualche pagina più su, i rimedi risarcitori pongono problemi peculiari esprimendo attitudini parimenti peculiari. Particolarmente utile per concludere il nostro percorso è l'esempio del mercato assicurativo ove esso prospetta, sul confine con il danno ultracompensativo, il problema della cumulabilità tra la prestazione indennitaria previdenziale, garantita dal rapporto di assicurazione sugli infortuni, e quella risarcitoria eventualmente ottenuta dal danneggiante (nel caso, s'intende, della rinuncia convenzionale al diritto di surroga da parte dell'assicuratore). Si pone dunque, anche qui, un problema di misura del risarcimento. Anche qui la ragione prima, avanzata a sostegno delle opinioni negative, è che non si potrebbe mai comunque andare oltre l'integrale compensazione senza arricchire ingiustificatamente il danneggiato rispetto al danneggiante. È ancora decisivo un principio costruttivo di tipo strutturale: il c.d. principio indennitario, ricavato primariamente dall'art. 1882 cod. civ. A ben guardare, principio meramente tecnico, non già collegato

all'attuazione di valori che ne giustifichino l'inderogabilità bensì, come è stato recentemente sottolineato in un persuasivo articolo di Filippo Sartori, a scelte di politica del diritto mutevoli (come, di fatto, mutevole è stata la giurisprudenza che ne ha determinato l'ambito di applicabilità).

L'applicazione del principio esprime peraltro due ipotesi tra loro significativamente differenti. Qualora l'indennizzo preceda il risarcimento, non si profilerebbe infatti tecnicamente un cumulo, giacché, l'applicazione del principio della *compensatio lucri cum damni*, ridurrebbe, a monte, la perdita economica subita dal danneggiato, riducendo perciò l'ammontare del risarcimento corrispondente alla sua integrale compensazione.

Qualora fosse invece il risarcimento a precedere l'indennizzo, in ragione dell'applicazione stretta del principio indennitario verrebbe meno il titolo fondante la pretesa dell'assicurato nei confronti dell'assicuratore.

In senso contrario – ossia affermando l'ammissibilità del cumulo – è stato osservato, in via generale, che tutta la costruzione sconta il presupposto ideologico della funzione meramente compensativa della responsabilità civile. Più specificamente, è stato poi avanzato il condivisibile rilievo che il danno alla persona non è mai quantificabile con esclusivo riguardo ai suoi riflessi patrimoniali e che il danno non patrimoniale – che per sua definizione è non riparabile né misurabile – è quantificato a mezzo di tabelle che costituiscono finzioni, per quanto affinate, utili quando non ci sia alternativa per i fini della sua giustiziabilità. Aggiungeremmo che impiegare tale finzione, anziché per garantire un risarcimento al danneggiato, per negargli il diritto a un più ampio ristoro e produrre così lo sgravio, alternativamente, del danneggiante per una parte almeno delle conseguenze del danno da lui materialmente prodotto o dell'assicuratore per il pagamento dell'indennizzo, vale ad anteporre un dogma (il principio indennitario) ad un valore (la persona umana) fondamentale dell'ordinamento giuridico costituzionale.

L'argomento svela le attitudini ideologiche delle due posizioni. La negativa legata a una prospettiva squisitamente liberale, nella quale la patrimonializzazione dei valori non patrimoniali è funzionale al

razionale governo dei rischi dell'attività d'impresa e, a tal fine, alla disincentivazione di ipotesi di abuso da parte degli assicurati. La positiva orientata al recupero di un disegno valoriale complesso, dove la valutazione degli atti di autonomia e delle loro conseguenze è sempre frutto di un bilanciamento, operato avendo riguardo ai caratteri dei diritti lesi e all'effettività della loro tutela.

Si è fin qui trattato di assicurazione contro gli infortuni. È possibile provare a guardare oltre, per verificare la tenuta in via generale della costellazione dei principi che, a ben vedere, costituiscono corollari del principio di compensazione integrale del danno. Se elemento determinante è stato fin qui la natura non patrimoniale – dunque il rilievo primario, da un lato, e la non misurabilità, dall'altro lato – dei diritti lesi, quale sarebbe la conclusione ove non si trattasse di assicurazione contro gli infortuni e quindi di danno alla persona? È il tipo assicurazione contro i danni a impedire l'ultracompensazione o, al contrario, è l'inammissibilità dell'ultracompensazione nel nostro ordinamento interno a determinare i caratteri del tipo assicurazione contro i danni?

Il lettore giunto fin qui ha già capito quale vuole essere la conclusione di chi scrive: né l'uno né l'altro. Non è il tipo, poiché è tutta da dimostrare l'inderogabilità del limite indennitario. Certamente, non è ravvisabile in un principio assumibile come conformativo dell'autonomia privata. Se invece si volesse sostenere che si tratta di nderogabilità per coerenza con la fattispecie si dovrebbe dire che tale coerenza sta nella funzione risarcitoria e non mai speculativa del contratto. Ma si tratterebbe di un argomento circolare, poiché presupporrebbe che la funzione risarcitoria possa essere soltanto compensativa.

Non la seconda, per quello che si è già osservato più sopra, anche a margine della decisione n.16601/2017 delle Sezioni unite, ossia che – se è vero che manca una norma che introduca in via generale l'ultracompensazione – non si può reputare che per questa ragione essa sia incompatibile con il nostro ordinamento.

Per aggiungere qualcosa al discorso, con l'intento di fare ancora più chiaramente emergere il contenuto ideologico delle scelte in parola, proviamo a profilare un'ipotesi di potenziale cumulo in tutto differente,

dove, per un verso, si tratti del *genus* assicurazione contro i danni, ma, per l'altro verso, trattandosi, nella specie, di quelli causati da eventi naturali, non si prospetti un possibile risarcimento da parte di un soggetto danneggiante né perciò stesso un diritto di surroga da parte dell'assicuratore. Immaginiamo che, a seguito degli importantissimi danni prodotti da un evento sismico, lo Stato si faccia carico di una misura indennitaria in favore delle imprese danneggiate. Immaginiamo che alcune tra le imprese disastrose siano assicurate per questo genere di eventi e si siano cioè fatte carico, nel tempo, del relativo, non indifferente costo fisso. Domanda: avrebbero queste ultime imprese diritto a ottenere sia l'indennizzo statale sia quello dell'assicurazione commisurato alla totalità del danno subito o, invece, non potrebbero ricevere in totale più del danno subito, riducendosi il diritto all'indennizzo assicurativo in ragione delle somme ottenute dallo Stato o alternativamente perdendo il diritto all'indennizzo statale dopo avere ottenuto il danno integrale dall'assicurazione?

Le ragioni per negare la possibilità del cumulo sono sempre le stesse e non occorre ripeterle. Le ragioni per ammetterlo sono differenti ma comunque sembrano, ancora una volta, dover prevalere. Gioca, in questo caso, un ruolo determinante innanzitutto un'elementare accezione del principio di eguaglianza formale, là dove, all'evidenza, il contratto di assicurazione, se equilibrato nelle prestazioni reciproche, non può essere considerato ragione di differenziazione sostanziale tra imprese assicurate e non assicurate rispetto al pari diritto a ottenere l'indennizzo statale. In secondo luogo, assume rilievo la colorazione funzionale data all'autonomia privata nella stipulazione dei contratti di assicurazione contro i danni alle imprese: se si accordi loro funzione previdenziale nei limiti soltanto del danno risarcibile in giudizio o se, invece, si reputino tali contratti strumenti di gestione dei rischi con accezione ampia, comprendendo anche danni non risarcibili in quanto non quantificabili con esattezza o non riconducibili in via diretta all'evento lesivo. La prima soluzione privilegia la stabilità del mercato assicurativo e dei suoi operatori professionali, non consentendo gli abusi ai loro danni che certamente sarebbero invece indotti se gli assicurati potessero lucrare dagli eventi lesivi. La seconda privilegia

l'interesse alla stabilità degli assicurati mediante la riallocazione di tutti i rischi diversi dal loro proprio rischio d'impresa.

Chiudiamo come abbiamo iniziato: le proclamazioni di neutralità tecnica o dogmatica sono sempre sospette. Di questo, il vasto terreno dei rimedi risarcitori fornisce esempi numerosi e validi.

Il paradigma dei settori regolati e la *democrazia* dell’algoritmo. Note introduttive

SOMMARIO: 1. *Overregulation* dei mercati finanziari. – 2. La “democrazia” dell’algoritmo. – 3. Rischi (limiti) dell’algoritmo. – 4. La *delocalizzazione* dei servizi finanziari. – 5. Lo sfuggente algoritmo. – 6. Il difficile controllo dell’algoritmo.

1. *Overregulation dei mercati finanziari*

È sotto gli occhi di tutti come i mercati finanziari, in Italia e più in generale in Europa, soffrano di *overregulation*¹.

Gli strumenti utilizzati dal diritto regolatorio sono molteplici: codici di condotta, linee guida, *best practice*, lettere al mercato, schemi contrattuali uniformi *suggeriti* con modalità diverse dalle Autorità, fino ai “recinti sperimentali” (tale è il *sandbox*, letteralmente recinto di sabbia dove i bambini possono giocare senza pericoli), in cui si gode di un notevole grado di libertà, ma appunto a fini sperimentali per la futura regolazione, una sorta di *spazio normativo protetto* dove poter sviluppare e sperimentare prodotti e servizi finanziari innovativi prima di offrirli sul mercato².

Questa *iperregolazione* appare in forte crescita in conseguenza della rapidissima evoluzione tecnologica del settore, che non ha risparmiato neppure le aree in cui l’attività intellettuale umana e il contatto personale erano tradizionalmente ritenuti essenziali.

Accade cioè che la pur flessibile tecnica legislativa di regolamentazione dei mercati finanziari, basata su una normativa primaria “di principi” e una secondaria attuativa di dettaglio, non riesca più a “contenere” la tecnologia, sì che nel momento in cui si riesce finalmente ad adottare regole nuove (si pensi all’esperienza del

¹ Cfr. M. CLARICH, *Editoriale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 3 s.; 196; A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo stato regolatore*, Bologna, 2000.

² Cfr. E. CORAPI, *Regulatory Sandbox nel Fintech? ne I diversi settori del Fintech, Problemi e prospettive*, E. Corapi e R. Lener (a cura di), Milano, 2019, 19 ss.

“*crowdfunding*”) queste si dimostrano già vecchie e in via di superamento³.

La Commissione dell’Unione Europea, con il *Fintech Action Plan* del 2018⁴, “per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo”, ha espressamente riconosciuto che la rapida evoluzione del settore impone di evitare una regolamentazione eccessivamente prescrittiva e precipitosa, che potrebbe portare a effetti indesiderati. E infatti nel *Plan*, tra i possibili strumenti di regolazione “soft”, si è ipotizzato il ricorso a “facilitatori dell’innovazione” (in particolare *sandbox* e *innovation hub*) e a tal fine è stato dato mandato al *Joint Committee* delle autorità di vigilanza di redigere un rapporto sui *facilitatori dell’innovazione* in Europa, unitamente all’indicazione di *best practices* per la loro costituzione e utilizzazione.

I più recenti studi mostrano come il numero dei *facilitatori dell’innovazione* sia cresciuto rapidamente negli ultimi anni, al punto che la Commissione ipotizza una ampia collaborazione internazionale per sviluppare *regulatory sandbox*, proponendo la creazione di un *network* dei *facilitatori*, cui possano partecipare in modo aperto tutte le autorità europee competenti⁵.

Ma tutti questi interventi, attraverso strumenti bensì flessibili e alternativi, ma comunque *normativi*⁶, perché prevedono regole di condotta, pur non vincolanti, funzionano? Introdurre regole minuziose che dovrebbero trovare la loro forza non nella coercibilità, ma nella spontanea adesione⁷, attraverso quelli che l’economia comportamentale

³ Cfr. F. BASSAN, *Innovazione tecnologica e regolazione nell’Unione Europea. I mercati dell’algoritmo tra concorrenza e protezione dei dati*, in *I mercati dei servizi fra regolazione e governance*, S. Dominelli e G. Greco (a cura di), Torino, 2019, 2 ss.

⁴ COM (2018) 109 *final*, 8 marzo 2018.

⁵ Anche in Italia, peraltro, il 27 giugno 2019 è stato approvato dal Senato il “Decreto Crescita” (DL 34/2019), contenente all’art. 36 la previsione della istituzione di *regulatory sandbox* per le medesime finalità.

⁶ Cfr. A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in questa *Rivista*, 2020, suppl., 35 ss.

⁷ Anche se, ove sia imposto l’obbligo di motivare perché non si è seguita la “prassi suggerita”, l’adesione spontanea è solo teorica; cfr. M. RAMAJOLI, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2018, II, 5.

chiama *nudges*⁸, alla prova dei fatti si è dimostrato utile o non piuttosto fonte di confusione?

Si pensi alle *Linee guida* dell'ESMA del maggio 2018⁹, che espressamente si dichiara non essere coercibili, ma prevedendo al contempo che autorità e intermediari “*shall make every effort to comply with*”¹⁰.

Il timore è che lo sviluppo di strumenti di “*soft law*” di natura incerta porti a un eccesso di indulgenza¹¹, generando incoerenza nei comportamenti e scarsa *compliance*. Troppe regole, sovrapposte e confuse, apparentemente non vincolanti ed elastiche, rischiano di produrre l'effetto contrario.

Nel mare delle regole di varia natura il rischio è che si scelga di adempiere ai doveri professionali di diligenza in modo soltanto formale e senza vera attenzione alle necessità del consumatore/investitore.

Esempio paradigmatico è l'insoddisfacente esperienza dei questionari informativi (standardizzati) sugli obiettivi di investimento del cliente, su cui torneremo.

Potrebbe davvero pensarsi che sia meglio affidarsi a un algoritmo, che è sì standard, ma lo è in modo “equo”, uguale (apparentemente) per tutti.

2. La “democrazia” dell'algoritmo

In effetti ci sono studiosi che arrivano a “esaltare” la *democraticità* dell'algoritmo, attraverso una ricostruzione, inevitabilmente arbitraria,

⁸ Cfr. S. CONLY, *Against Autonomy: Justifying Coercive Paternalism*, NY, Cambridge University Press, 2013; C.R. SUNSTEIN, *Why Nudge?: The Politics of Libertarian Paternalism, The Storrs Lectures Series*, Yale University Press, 2014.

⁹ *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements*, del 28 maggio 2018, su cui si avrà modo di tornare.

¹⁰ Cfr. M. PARACAMPO, *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in questa *Rivista*, 2018, I, 535 ss.

¹¹ Cfr. ancora A. GENTILI, *op. cit.*, 37 s., che sottolinea come il difetto stia principalmente nella mancanza di un adeguato sistema di incentivi.

di una sorta di percorso evolutivo della tecnologia applicata all'industria finanziaria¹².

Si distingue fra una fase caratterizzata ancora da un approccio “di tipo analogico”, in cui si ricorre a tecnologie elementari di comunicazione quali il telegrafo o il telefono (1866-1967), una fase successiva, che inizia con i primi ATM, nella quale si sviluppa una sempre maggiore integrazione dei servizi bancari e finanziari con il mezzo informatico-telematico (1967-2008), e infine il periodo contemporaneo, in cui la prestazione “telematica” di servizi finanziari non è più esclusiva di banche e intermediari del settore, ma è aperta a operatori industriali, sino a poco tempo fa ritenuti estranei al mercato finanziario, quali Google o Amazon ad esempio, che riescono a entrare in mercati caratterizzati *in principio* dalla riserva di attività a favore di soggetti vigilati e iscritti a un albo grazie a nuovi paradigmi tecnologici.

Se questo ingresso incontrollato indubbiamente preoccupa, tuttavia nella letteratura, principalmente nordamericana, non manca chi parla, al riguardo, di un processo di “democratizzazione” dell’offerta di servizi creditizi e di investimento, individuando proprio in questa apertura del mercato derivante dal Fintech una risposta alla crisi finanziaria del 2008¹³.

Si fa notare che l’innovazione tecnologica consente di offrire nuove tipologie di servizi, prodotti, modelli di business o di modificarne le modalità di offerta, grazie alla possibilità di processare milioni di operazioni al secondo, con una significativa riduzione dei costi e un potenziale aumento dei profitti¹⁴, nonché di offrire a tutti il *medesimo* tipo di consulenza.

L’intermediario che fa uso di algoritmi di analisi può avvalersi di *big dataset* per elaborare le strategie di investimento. Il *software*, meglio della persona fisica, può analizzare e classificare le caratteristiche degli

¹² D. ARNER, J. BARBERIS, R. BUCKLEY, *The Evolution of Fintech: A New Post-Crisis Paradigm?*, ottobre 2015 University of Hong Kong, Faculty of Law, *Research Paper* no. 2015/047.

¹³ Per queste riflessioni ancora M. GIORGI, *Automazione, big data e integrazione funzionale: la necessità di nuova ermeneutica giuridica dei servizi di consulenza finanziaria*, in R. LENER, *Fintech. Diritto, tecnologia e finanza*, Roma, 2018, 63 ss.

¹⁴ Sul punto F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione: mito o realtà*, ne *I luoghi dell’economia. Le dimensioni delle sovranità*, A. Antonucci, M. De Poli e A. Urbani (a cura di), Torino, 2019, 57 ss.

investitori, giungendo a un livello di “personalizzazione” dell’offerta molto più preciso. La macchina, in altri termini, può consentire di offrire servizi anche a quei clienti potenziali normalmente esclusi dall’offerta di servizi di investimento, in quanto non rientranti nei normali canoni usati per classificare la clientela¹⁵.

Di nuovo, si dice, potenzialmente maggiore democraticità. Anche i piccoli risparmiatori con portafogli modesti possono accedere a servizi di consulenza *progredata* - come viene oggi chiamata dalle banche - superando così il “*financial advice gap*”.

3. Rischi (e limiti) dell’algoritmo

Tuttavia, anche a ritenere positivo che il cliente con modeste nozioni e modesto patrimonio possa accedere alle più sviluppate forme di consulenza, non può tacersi il rischio che, in mancanza di una sufficiente educazione finanziaria, ciò dia vita a distorsioni cognitive (c.d. *framing effect*)¹⁶, a un eccesso di informazioni non gestibile, a una sopravvalutazione delle proprie competenze¹⁷.

Evidenti sono infatti le possibili distorsioni nascenti dalla mancanza di informazioni sul funzionamento degli strumenti di consulenza automatizzata, dalle ridotte possibilità per l’investitore di ottenere chiarimenti, da possibili errori di “profilatura” del cliente, da possibili raccomandazioni inadeguate, da eventuale malfunzionamento dello strumento a causa di errori o manipolazioni degli algoritmi utilizzati.

In altri termini, la sostituzione del giudizio umano con quello algoritmico, lo sfruttamento a tal fine dello sterminato bacino di informazioni costituito dai c.d. *big data* – qualcuno ha parlato al riguardo di “algocrazia”¹⁸ – alimenta dubbi e preoccupazioni.

¹⁵ Sul punto della *esclusione* di clienti “non inquadrabili” cfr. ad es. D. ARNER, R. BUCKLEY, R. ZETZSCHE, D. VEIDT, *Sustainability, FinTech and Financial Inclusion*, in *UNSW Law Research Paper*, 19-63, 2019, 8.

¹⁶ Cfr. T. BAKER, B. DELLAERT, *Behavioural Finance, Decumulation and the Regulatory Strategy for Robo-Advice*, *University of Penns. Inst. For Law and Econ. Research*, paper no. 18-19, luglio 2018, 16 s.

¹⁷ Cfr. F. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. trim. dir. econom.*, 2018, 261 s.

¹⁸ Il termine è stato usato forse per la prima volta da A. ANEESH, *Virtual Migration. The Programming of Globalisation*, *Duke University Press Book*, aprile 2006.

Le autorità di vigilanza guardano al fenomeno con attenzione, sia a livello internazionale che domestico, ne riconoscono i pregi, ma ne temono i pericoli. Perplessità e dubbi riguardano tanto gli algoritmi di gestione quantitativa, utilizzati per valutare le quotazioni e i rischi di strumenti finanziari, al fine di una gestione più razionale e meno rischiosa degli investimenti, quanto gli algoritmi di *profilazione* della clientela, che perseguono invece lo scopo di individuare il portafoglio più adeguato al cliente. C'è, in altri termini, la consapevolezza che si debba intervenire, ma una totale incertezza su come farlo.

La Commissione europea, nel ricordato *Action Plan* del 2018, ha più volte ribadito di volere un approccio regolatorio *globale* che poggi su tre principi: proporzionalità, integrità del mercato e, soprattutto, neutralità tecnologica.

Fra questi, il principio di neutralità tecnologica appare particolarmente “rassicurante”¹⁹, in quanto teoricamente capace di garantire pari condizioni di mercato. Ma non è agevole disegnare norme che davvero lo «promuovano» e consentano di monitorarlo.

Sull'argomento, affrontato anche dalla Corte di Giustizia nel caso Uber, le istituzioni europee affermano di voler adottare un approccio che, al di là della diversità dei soggetti che esercitano determinate attività, consenta di perseguire il principio “*same services and same risks: the same rules should apply, regardless of the type of legal entity concerned or its location in the Union*”, unitamente al rispetto di principi chiave come la proporzionalità in rapporto al rischio²⁰.

Tuttavia il tema di “come regolare” (estendendo le attuali regole europee secondo un approccio per attività) e “per cosa” (con quali obiettivi) rimane al centro del dibattito europeo, poiché è altamente probabile che i nuovi servizi finanziari basati sull'utilizzazione estensiva della tecnologia possano restare fuori dall'attuale quadro normativo *activity-based* ed essere per ciò disciplinati a livello di singolo Stato membro. Infatti, come testimonia il *report* del *Financial Stability Board*, alcuni paesi, anche nell'Unione Europea, hanno introdotto o pensano di introdurre regimi diversificati, in particolare nell'area dei sistemi di pagamento e del *crowdfunding* e *lending*.

¹⁹ Cfr. ancora F. MATTASSOGLIO, *op. cit.*

²⁰ Per una critica all'approccio regolatorio per soggetti e non “trasversale” per prodotti M. RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in questa *Rivista*, 2020, suppl., 150 ss.

Nei fatti, se ci volge a osservare i settori del Fintech nei quali gli algoritmi sono maggiormente utilizzati -in particolare, negoziazione ad alta velocità, consulenza *robotizzata* e valutazione del merito creditizio- si scopre che manca un disegno regolamentare comune e si tende piuttosto a introdurre discipline specifiche per le singole fattispecie.

Nella prospettiva del giurista, le *smart factories* di questa nuova *rivoluzione industriale* si caratterizzano per la previsione dell'intelligenza artificiale non come mero fattore dell'organizzazione produttiva, ma come organizzazione stessa dei fattori produttivi²¹.

La rivoluzione tecnologica consente nuove modalità di organizzazione dei servizi di investimento in cui la relazione tra intermediari e investitori si caratterizza per una decisa sostituzione dell'attività dell'uomo nei processi decisionali attraverso l'utilizzazione degli algoritmi. Invero, i sistemi informatici, *hardware* e *software*, possono automatizzare i processi decisionali delegando alla macchina non solo la mera esecuzione di una operazione ma, processando algoritmi, anche la decisione di compiere una operazione.

Ciò, tuttavia, non implica che l'attività decisionale dell'uomo sia inesistente; la programmabilità, caratteristica tipica di qualsiasi tecnologia che basi il proprio funzionamento su un sistema di algoritmi, comporta che l'essere umano (che sta dietro la macchina) imponga una serie di regole che stabiliscono *a priori* le reazioni della macchina alla ricezione di una determinata informazione.

Grazie a queste regole, il programma agisce inoltrando gli ordini al ricorrere delle condizioni prefissate. Ne risulta che, contrariamente a quanto sembra desumersi dalla espressione "intelligenza artificiale", esiste una attività decisionale umana che però funge da "guida" e "indirizzo" per i compiti e la serie di azioni che verranno poi in concreto svolti dal programma²².

²¹ Sul punto cfr. P. LUCANTONI, *L'high frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica*, in *Analisi giur. econ.*, 2019, 297 ss.

²² In argomento cfr. E. MICHELER, *Regulatory Technology – Replacing Law with Computer Code*, (2018), disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3210962; A. ZETZSCHE, R. BUCKLEY, D. ARNER, J. BARBERIS, *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, European Banking Institute Working Paper Series No. 11 (2017); LIN, *The New Investor*, in 60 *UCLA L. Rev.* 678 (2013).

L'impatto davvero *dirompente* si coglie dal punto di vista della localizzazione del servizio finanziario. Lo scenario ipotizzabile è, infatti, una *relazione algoritmica delocalizzata* perché non più condizionata dalla presenza fisica, in un dato luogo, dei soggetti, persone fisiche o giuridiche, della relazione finanziaria.

4. *La delocalizzazione dei servizi finanziari*

La *consulenza robotizzata* costituisce certamente il settore in cui i problemi denunciati si manifestano in modo più evidente.

Come sappiamo, utilizzando gli schemi classificatori del diritto comunitario, possono delinearci diverse tipologie di consulenza, tutte però declinabili nelle forme del *robo-advice*: quella specifica, personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario e a una operazione ben contestualizzata; quella generica, avente a oggetto una categoria di strumenti finanziari, anziché uno specifico strumento finanziario; e 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.

Nel *robo-advice* cosiddetto puro il servizio è in tutte le sue fasi automatizzato; nel servizio di *robo-advisor* ibrido si alternano fasi automatizzate a fasi in cui è prevista l'interazione umana; nel cosiddetto *robo4advisor* il servizio è invece rivolto (non al cliente bensì) ad altro consulente professionale, che utilizza la consulenza così ottenuta per offrire a sua volta un servizio consulenziale al pubblico²³. Ne risulta che solo nel primo caso, *robo-advice* puro, si assiste a una disgiunzione totale della prestazione dal rapporto umano in conseguenza della sua virtualizzazione e della delocalizzazione del servizio reso al cliente.

L'assenza dell'interazione umana pone due ordini di problemi.

Il primo è proprio la consapevolezza del cliente in ordine alla relazione contrattuale che si viene a instaurare, ancorché nella

²³ Sul tema v. R. LENER, *La "digitalizzazione" della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in *Fintech: Diritto, tecnologia e finanza*, cit., 45 ss; M. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in M. Paracampo (a cura di), *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 127 ss.; cfr. anche CONSOB, *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, *Quaderni FinTech*, 3 gennaio 2019.

prospettiva della *delocalizzazione*, con l'impresa di investimento. La consulenza finanziaria, infatti, integra una attività specifica, riservata a soggetti autorizzati, personalizzata e relativa a un determinato strumento finanziario. Il cliente che entra in contatto, tendenzialmente via *web*, con un sistema automatizzato dovrà essere posto in condizione di valutare se l'attività di consulenza promossa possa integrare siffatto servizio di investimento, protetto da specifiche regole di condotta a tutela dell'investitore stesso.

La *delocalizzazione* acuisce i rischi di scarsa consapevolezza del cliente proprio a ragione della facile accessibilità e fruibilità degli strumenti finanziari nonché della rapidità del processo.

Poiché il discrimine è rappresentato dalla personalizzazione delle informazioni, qualora il *robo-advisor* fosse in grado di elaborare le informazioni ricevute in modo da costruire una raccomandazione adeguata alla *profilatura del rischio* del cliente, a lui formulandola come tale, il *robo-advice* configurerebbe una consulenza in materia di investimenti soggetta alla disciplina speciale in materia di autorizzazione e di regole di condotta. Se, invece, la raccomandazione del *robo-advisor* fosse non personalizzata, anche se genericamente riferibile alla *profilatura del rischio* del cliente, saremmo fuori dalla materia disciplinata dal testo unico della finanza e dal regolamento intermediari della Consob.

Un secondo delicato problema è la conformazione del servizio, nella prospettiva *delocalizzata* della modalità on line.

A causa dell'assenza dell'interazione umana diretta²⁴, infatti, l'acquisizione delle informazioni personali del cliente tramite questionari, in applicazione della *know your customer rule*, presenta complessi profili di rischio di acquisizione di informazioni insufficienti, non veritiere o dell'uso parziale o scorretto delle stesse. Occorre indagare, da un lato, la tipologia di informazioni che devono essere raccolte e la modalità di siffatta raccolta; dall'altro, l'analisi deve essere rivolta alla costruzione dell'algoritmo che dovrà valutare e selezionare il prodotto da offrire al cliente.

In linea di principio, la modalità di raccolta online delle informazioni tramite questionario e l'assenza di un operatore persona fisica non

²⁴ Cfr. N. LINCiano, *La financial literacy tra deficit cognitivi e bias comportamentali: il ruolo del consulente*, reperibile sul sito www.epfa-italia.it.

sembrano di per sé ostacolare una corretta acquisizione dei dati, ponendosi, anzi, in continuità con la prassi degli intermediari di raccogliere i dati sotto forma di questionario in forma scritta.

Il rischio della *too fast click decision*²⁵ indubbiamente c'è. Ma non è poi così tanto più grave del rischio di una decisione, apparentemente frutto di riflessione, manifestata attraverso la velocissima compilazione di questionari standard a risposta multipla.

Le evidenze empiriche, invero, mostrano come il questionario, proposto da una persona fisica o da una macchina, possa rivelarsi uno strumento debole di indagine sul reale profilo del cliente e per tale ragione si tende oggi a suggerire un tipo di questionario capace di guardare al *financial behaviour* per catturare le reali attitudini finanziarie del cliente.

Un simile approccio non sembra, in linea teorica, compromesso dalla raccolta e dalla valutazione on line dei dati. Non può, tuttavia, non osservarsi come la presenza fisica del consulente possa favorire la raccolta di risposte più consone alle reali esigenze del cliente, nonché una migliore lettura dei dati e delle informazioni ottenute.

Più delicato è il tema della strutturazione di un algoritmo adeguato a selezionare le informazioni rilevanti, tanto dal lato del cliente, quanto in riferimento ai prodotti finanziari disponibili sul mercato. Il giudizio di adeguatezza in via algoritmica sconta, presumibilmente, i limiti derivanti dalla mancanza della interazione fisica.

5. *Lo sfuggente algoritmo*

La questione sembra così spostarsi sulla possibilità per il regolatore di valutare la correttezza e l'efficacia delle metodologie adottate nella costruzione dell'algoritmo capace di produrre raccomandazioni di investimento. Una simile valutazione, tuttavia, si rivela tecnicamente non agevole perché tali metodologie sono protette da diritti di privativa e spesso utilizzate da *software houses* terze per conto di *robo-advisors*.

Sembra tuttavia opportuno raccomandare -se non è possibile, al momento, imporre- ai soggetti abilitati di chiarire in sede di informativa

²⁵ Cfr. M. TERTIL, P. SCHOLZ, *To Advise or Not to Advise. How Robo-Advisors Evaluate the Risk Preferences of Private Investors*, (2018) 2, *The Journal of Wealth Manag.*, 21.

precontrattuale al cliente quale sia la parte di servizio automatizzata, imponendo una descrizione dell'algoritmo ed eventualmente dei soggetti terzi coinvolti nella programmazione e nella gestione dell'attività automatizzata.

Qualcosa di simile, *mutatis mutandis*, alla trasparenza richiesta, in relazione alle metodologie di valutazione adottate, alle società di rating²⁶.

Il nuovo ruolo rivestito dalle intelligenze artificiali non può non richiedere una seria valutazione dei rischi derivanti tanto dalla possibile mancanza di correttezza delle informazioni confluite nell'algoritmo, quanto dalla progettazione dell'algoritmo medesimo, usato poi per l'elaborazione delle raccomandazioni di investimento²⁷. Su siffatti specifici profili, e sui rischi operativi da essi derivanti, sono da ultimo intervenute le Linee guida dell'ESMA, che per la prima volta tentano di far luce su alcuni aspetti del fenomeno, anche se solo per finalità di vigilanza. L'ESMA ha inserito l'attività dei *robo-advisor* nell'ambito della disciplina derivante dalla direttiva MiFID II: in particolare le imprese che offrono *robo advice* sono tenute ad attenersi ai principi di carattere generale e a rispettare gli obblighi di informazione del cliente dettati nell'art. 24 del TUF, nonché a procedere alla valutazione dell'idoneità e dell'adeguatezza di cui al successivo art. 25.

6. Il difficile controllo dell'algoritmo

In realtà *entrare* nell'algoritmo è estremamente difficile.

Naturalmente, se non si riesce a penetrarne la struttura, si può soltanto chiedere l'applicazione di alcune regole minime di trasparenza. L'evoluzione del mercato e la parallela, auspicabile maggior capacità da parte delle varie autorità competenti di comprendere, almeno in via generale, i meccanismi che presiedono al disegno dell'algoritmo permetteranno anche di affinare le regole di trasparenza da imporre -o in una prima fase suggerire come *best practice*, ma con i limiti di cui si è detto- agli operatori.

²⁶ Cfr. da ultimo M. DE POLI, *Rating e tutele*, in questa *Rivista*, 2020, suppl., 138 ss.

²⁷ Su questi aspetti v. R. MAGLIANO, *Dall'iperonimo Fintech all'iponimo Robo advisor: ricognizione dei rischi e delle opportunità per il "consumatore" di strumenti finanziari*, ne *I diversi settori del Fintech*, cit., 190 ss.

In effetti, già nelle Linee guida dell'ESMA è possibile individuare un cambiamento di “prospettiva regolamentare”: il *Final Report* del maggio 2018 riduce, rispetto al testo posto in consultazione, gli obblighi informativi nei confronti del cliente, ampliando però i requisiti organizzativi e, in particolare, proprio quelli relativi alla governance degli algoritmi.

La via scelta è stata l'intervento nel processo di *suitability*, ritenuto particolarmente critico e fonte di potenziali pregiudizi per il cliente²⁸.

Per questa ragione le indagini di mercato condotte dalle autorità europee hanno avuto principalmente a oggetto proprio la governance degli algoritmi. Così nella consultazione della Commissione europea sul fenomeno Fintech; nel *Discussion paper* dell'EBA *on the approach to financial technology*²⁹; soprattutto nel *report* dell'ESMA, che ha tentato di fornire prime indicazioni in relazione ai problemi sollevati dal *Joint Committee* durante la consultazione sulla revisione delle *Guidelines on certain aspect of the MiFID II suitability requirements*, avviata nel luglio 2017.

Come si diceva, in particolare, il testo finale delle *Guidelines*, in risposta alle osservazioni raccolte nel corso della consultazione, ha modificato la prospettiva, in un primo momento incentrata sulla *disclosure* e ora decisamente orientata verso la tutela della *robustezza* degli algoritmi, dei sistemi di valutazione e dei processi applicativi³⁰.

²⁸ Così M. 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).

²⁹ EBA/DP/2017/02, consultabile all'indirizzo <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1919160/7a1b9cda-10ad-4315-91cd798230ebd84/EBA%20Discussion%20Paper%20on%20Fintech%20%28EBA-DP-2017-02%29.pdf?retry=1>

³⁰ Il tema era stato già preso in considerazione, su un piano generale, dal *Joint Committee* delle ESAs (cfr. *Final Report on Big Data*, marzo 2018) che invitavano gli intermediari a dotarsi di *good practices*, articolate su tre versanti: *Robust Big Data processes and algorithms* (ove veniva suggerito il monitoraggio periodico del funzionamento delle procedure, delle metodologie e degli strumenti di gestione dei *big data* per adattarli agli sviluppi tecnologici e ai rischi emersi), *Consumer protection; Disclosure on the use of Big Data*.

Infatti, nel *Final Report* sono stati introdotti espressamente processi di *due diligence* sulla *rigidità* degli algoritmi, tanto nella fase di design, quanto per tutto il loro ciclo vitale, attraverso una costante verifica della loro tenuta.

Tuttavia, se nel *Final Report* l'attenzione viene spostata, in principio, sulla *algo-governance* piuttosto che sulla trasparenza nei confronti del cliente, l'obiettivo è più modestamente la definizione di un approccio europeo comune e l'individuazione di *good practices* utili per i supervisori.

Prendiamo, però, *il buono*.

L'ESMA chiede al consulente automatizzato di disegnare, monitorare e testare gli algoritmi utilizzati, al fine di gestire i rischi e i controlli interni, e di essere in grado di documentare l'intero processo di investimento. Così la *Guideline* n. 82, ove *si suggerisce* - non più di questo, almeno per ora - di introdurre un sistema informativo idoneo a esplicitare funzioni, scopo e architettura dell'algoritmo, oltre a prevedere un sistema di monitoraggio costante³¹.

In sostanza quel che si chiede agli intermediari è di predisporre una sufficiente documentazione del sistema di design, che stabilisca chiaramente finalità, scopo e struttura degli algoritmi. Naturalmente, si supera la soglia della "sufficienza" là dove la documentazione sia non solo consultabile, ma anche intelligibile per un tecnico del settore.

Al tempo stesso si chiede di dotarsi, da un lato, di un sistema di autocontrollo sulla funzionalità dell'algoritmo, attraverso una documentata strategia di test, che deve essere chiara, anche per il supervisore, quanto alle finalità del test stesso e al tipo di verifiche concretamente effettuate.

E, dall'altro, di avere trasparenti procedure di gestione delle modifiche apportate agli algoritmi utilizzati, incluso il monitoraggio e la registrazione dei cambiamenti introdotti nel tempo, per rendere possibile la ricostruzione di tutti gli interventi effettuati.

³¹ La *Guideline* n. 82 prevede: "*In particular, firms should at least: establish an appropriate systemdesign documentation that clearly sets out the purpose, scope and design of the algorithms. Decision trees or decision rules should form part of this documentation, where relevant; have a documented test strategy that explains the scope of testing of algorithms. This should include test plans, test cases, test results, defect resolution (if relevant), and final test results [...]*".

Infine, si chiede siano introdotti anche requisiti minimi di sicurezza, che consentano di monitorare e prevenire accessi non autorizzati agli algoritmi.

Sempre come principio di *best practice*, si suggerisce di revisionare e aggiornare gli algoritmi per riflettere ogni cambiamento rilevante che sia *medio tempore* intervenuto (ad es., cambiamenti delle condizioni di mercato o modifiche legislative o regolamentari) e che possa influenzarne l'efficacia, nonché di introdurre procedure in grado di individuare ogni errore all'interno dell'algoritmo e di trattarlo appropriatamente.

Riguardo alla gestione degli errori, peraltro, le raccomandazioni dell'ESMA e della Commissione sembrano in qualche modo assumere una posizione favorevole nei confronti della *supervisione umana*, che viene quasi caldeggiata per l'individuazione e la rettifica *ex post* di eventuali disfunzioni del *software*³².

Tutto ciò è comunque suggerito, non imposto con norme “coercibili”. Si tratta però di nuovi standard di mercato destinati ad affermarsi come *benchmark*, sì che l'operatore dovrà essere in grado di sospendere l'attività ove sia presumibile che quell'errore possa produrre un risultato inadeguato o una violazione normativa rilevante.

Non farlo esporrebbe l'intermediario (quanto meno) ad azioni per danni e, in ultima analisi, porterebbe a una sua uscita dal mercato. Una pesante “sanzione reputazionale”, anche ove non fossero applicabili sanzioni amministrative.

Si tenga peraltro presente che quanto richiesto impone l'impiego di tecnici e consulenti competenti in materia di sistemi automatizzati e quanto meno in grado di conoscere il disegno degli algoritmi sottostanti, come sembra suggerire la stessa ESMA, là dove, con riferimento alla *suitability behind the algorithms underpinning the digital advice*, chiede che i soggetti incaricati siano *able to understand and review the digital/automated advice generated by the algorithms*. Qui il mancato adeguamento potrebbe portare a violazioni delle prescrizioni in materia di “adeguata professionalità” dei consulenti finanziari di cui ci si avvale, ai sensi dell'art. 2, comma 2, del d.m. n.

³² Cfr. *Ethics Guidelines for Trustworthy AI*, a cura dell'*High Level Expert Group on AI* istituito dalla Commissione (<https://ec.europa.eu/futurium/en/ai-alliance-consultation>).

206/2008. Con sanzioni amministrative che si affiancherebbero a quelle reputazionali.