

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2020

rivista.dirittobancario.it

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

La personalizzazione dell'offerta di prodotti e servizi finanziari: alcune considerazioni sugli effetti nei rapporti tra intermediari e clienti.¹

SOMMARIO. 1. Inquadramento generale del tema ed obiettivi dell'analisi - 2. L'offerta personalizzata ed il suo riconoscimento legislativo - 3. Tra vantaggi e svantaggi nello svolgimento dei rapporti contrattuali - 4. La ricerca di un possibile equilibrio tra le diverse esigenze coinvolte - 5. Note conclusive.

1. Inquadramento generale del tema ed obiettivi dell'analisi

Gli sviluppi della tecnologia informatica nel mercato finanziario, parte di una più ampia trasformazione che sta interessando interi settori economici destinati ad assumere progressivamente caratteri digitali (c.d. *digital economy*), stanno modificando profondamente le relazioni negoziali ridefinendone contorni, assetti, modalità operative, equilibri, in un contesto generale che offre inedite opportunità per imprese e clienti ma altrettante sfide per regolatori e legislatori, intenti a ricercare le migliori soluzioni capaci di bilanciare opportunamente tutti gli interessi coinvolti, dall'incentivazione dell'innovazione e dello sviluppo tecnologico al mantenimento della stabilità finanziaria e della protezione dei clienti². Utilizzate in un primo momento come semplice supporto di attività umane, le applicazioni tecnologiche tendono a

¹ Il presente contributo riproduce, ampliandolo e con l'aggiunta di note bibliografiche di riferimento, il testo del paper dal titolo "La personalizzazione dell'offerta di prodotti e servizi finanziari ai clienti: pro e contro.", selezionato e presentato al V convegno associativo ADDE, "Mercati regolati e nuove filiere di valore", svoltosi presso l'Università di Bari, il 29 e 30 novembre 2019.

² La digitalizzazione dell'economia è caratterizzata dalla diffusione di tecnologie innovative, dall'organizzazione digitale dei fattori produttivi, dalla velocità di circolazione delle informazioni e dalla facilità di trasmissione della conoscenza che "innescano un processo di apprendimento continuo attraverso la sperimentazione di nuovi servizi da parte di nuovi operatori, basati su relazioni dinamiche con gli intermediari finanziari tradizionali, le imprese, le istituzioni, il mondo accademico, gli individui e altre organizzazioni". Così espressamente C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni Fintech*, Consob, N. 1/2018, reperibile sul sito istituzionale di Consob.

sostituirne, in maniera sempre più diffusa, funzioni e ruoli, proponendosi quale alternativa ad esse, in una prospettiva in cui l'automatizzazione di procedure, di meccanismi e di sistemi operativi caratterizzeranno una vasta serie di rapporti economici³. Questa "rivoluzione digitale", che rappresenta un forte elemento di discontinuità rispetto al passato⁴, comporta, tra gli altri, rilevanti effetti sia sull'organizzazione dell'impresa che sulle sue modalità operative, ripercuotendosi direttamente nell'ambito delle relazioni contrattuali con la clientela.

Proprio con riguardo a queste ultime va sottolineato come le nuove tecnologie consentano di affidare a sofisticati strumenti automatizzati gran parte della vicenda negoziale, coinvolgendo non solo la fase finale relativa alla sua conclusione ma anche quelle precedenti connesse all'attività di predisposizione dell'assetto negoziale, di individuazione dell'oggetto, di selezione della controparte con cui negoziare. In particolare esse sono in grado di modificare le modalità tradizionali di produzione e di distribuzione di beni e di strumenti, creando valore attraverso l'automazione di attività ripetitive e, soprattutto, attraverso l'utilizzo di informazioni che permettono di conoscere meglio il mercato e di comprenderne i bisogni in tempi rapidi e in modi diretti. Attraverso la raccolta, la combinazione e l'aggregazione di enormi quantità di dati e di informazioni, reperibili sia dalla *digital experience*

³ S.ROSSI, *FinTech e Regole*, Considerazioni conclusive del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS, del 10 maggio 2018, reperibile sul sito istituzionale di Banca d'Italia. Le tecnologie digitali basate su dispositivi *hardware*, *software* e *network* sono contraddistinte da un elevato livello di integrazione e di sofisticazione che determinano un'automazione senza precedenti: così E.BRYNJOLFSSON, A.MCAFEE, *The second machine age: work, progress and prosperity in a time of brilliant technologies*, W.W.Norton & Company, New York, 2016.

⁴ Per M.T. PARACAMPO, *Fintech, tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Dir.Banc.Fin.*, 2/19, 213 e ss., l'importanza assunta oggi dagli algoritmi è tale da poter essere considerati alla stregua di un vero e proprio "motore di una rivoluzione copernicana di matrice tecnologica nel settore finanziario". Sulla "quarta" rivoluzione industriale si veda, tra gli altri, V. FALCE, G. GHIDINI, G. OLIVIERI, *Informazione e Big Data tra innovazione e Concorrenza*, Milano, 2018, V.FALCE, G.FINOCCHIARO, *La digital revolution nel settore finanziario - Una nota di metodo*, in *Analisi giur. econ.*, 1/2019, 313 e ss., K. SCHWAB, *La quarta rivoluzione industriale*, Milano, 2016, e a livello istituzionale PARLAMENTO EUROPEO, *Industry 4.0 Digitalisation for productivity and growth*, 2015.

vissuta giornalmente sul *web* sia dalle vicende *off-line*, si riesce a profilare analiticamente la clientela e a progettare, creare ed offrire nuovi prodotti e servizi, capaci di intercettare esigenze e bisogni⁵.

Si raggiungono, in tal modo, elevati livelli di personalizzazione delle offerte che presentano indubbi vantaggi per tutti i soggetti coinvolti e per il sistema nel suo complesso ma, contemporaneamente, anche alcuni aspetti critici che richiedono qualche attenta riflessione in ordine alla valutazione degli effetti prodotti sul rapporto negoziale tra le parti. Il cliente, infatti, sembra essere destinatario di nuove limitazioni strettamente legate all'utilizzo delle applicazioni tecnologiche i cui meccanismi operativi, fra l'altro, appaiono sfuggire alla sua piena comprensione e valutazione.

Ci si chiede se i vantaggi possano giustificare le criticità emerse e, quindi, se riescano in quale modo a “compensarle” ovvero se, viceversa, nella ricerca di un equilibrio diverso tra gli opposti aspetti, possano individuarsi alcuni adattamenti allo scopo di migliorare l'impatto che i nuovi strumenti hanno nei rapporti contrattuali finanziari.

2. *L'offerta personalizzata ed il suo riconoscimento legislativo*

L'analisi può prendere le mosse dai due elementi fondanti delle dinamiche in esame: il complesso dei dati e delle informazioni, lasciate più o meno inconsapevolmente da ognuno di noi in numerose e diverse occasioni e le correlate tecniche mediante le quali essi vengono utilizzati, processati, raffinati per le finalità sopra individuate. La combinazione di entrambi i fattori genera, come noto, quella particolare tecnica informatica che prende il nome di Big Data⁶, oggi

⁵ Si parla a tal proposito di *data driven innovation* per spiegare come, attraverso lo sfruttamento di dati di qualsiasi tipologia all'interno dei processi innovativi, si riesce a creare nuovo valore nella produzione di beni, servizi, nelle strategie di marketing e nelle decisioni aziendali realizzate e pianificate sulla base dei dati a disposizione delle imprese in tutti i settori industriali. In tal senso ITMEDIA CONSULTING, *L'Economia dei dati, Tendenze di mercato e prospettive di policy*, Gennaio 2018, reperibile su www.itmedia-consulting.com.

⁶ F.MATTASSOGLIO, *Big Data: impatto sui servizi finanziari e sulla tutela dei dati personali*, in *Fintech – Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.-T. Paracampo (a cura di), Torino, 2017, 65 e ss, IDEM, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2/2018, 226 e ss. I big data comportano un

particolarmente attenzionata sotto diversi aspetti, contraddistinta dalla presenza di articolati algoritmi mediante i quali si riesce a comprendere abitudini, gusti, bisogni, orientamenti di un vasto numero di soggetti anche in prospettiva predittiva⁷. È possibile, così, creare diversi profili – economici, finanziari, professionali, sociali, personali – fino a giungere, addirittura, a disegnare “un quadro senza precedenti del comportamento umano, della vita privata e della nostra società”⁸. Si parla, a tal proposito, dei c.d. processi di “datificazione” per indicare quell’insieme di tecniche che consentono la conversione in formato digitale, cioè in dati, di ogni oggetto, comportamento, processo o evento presente o futuro (dalle parole, alle interazioni sociali, ai film, ai messaggi, alla posizione geografica, ecc.)⁹. In tal modo i dati sono diventati un fattore determinante di ogni attività d’impresa in un’economia fondata sempre di più sull’informazione e sulla

salto di paradigma interpretativo della realtà economica e sociale e sono caratterizzati da enormi quantità di dati (Volume), da formati assai differenti (Varietà), da una raccolta ed elaborazione sempre più rapida (Velocità) che determinano la produzione di un incremento economico (Valore). Per l’effetto *disruptive* dei big data si veda L.AMMANNATI, *La circolazione dei dati dal consumo alla produzione*, Relazione tenuta al V Convegno Adde del 29-30/11/2019, dattiloscritto fornito gentilmente dall’autore, in corso di pubblicazione, per la quale “la creazione di big data porta con sé una prospettiva di evoluzione e crescita sociale ed economica, tuttavia, allo stesso tempo, oscurata da visioni di distruzione di mercati e imprese, di lavori e posti di lavoro”.

⁷ EBA, *Report on innovative uses of consumer data by financial institutions*, del 28 giugno 2017, reperibile sul sito istituzionale dell’autorità. L.MOHAN, S. ELAYIDOM, *A Novel Big Data Approach to Classify Bank Customer. Solution by Combining PIG, R and Hadoop*, in *I.J. Information Technology and Computer Science*, 2016, 9, 81 ss.; per F.BASSAN, *Potere dell’algoritmo e resistenza dei mercati in Italia, La sovranità perduta sui servizi*, Soveria Mannelli, 2019, 45, i dati producono informazioni che, unite ad altre, ne generano di nuove, consentendo una conoscenza dell’individuo e delle sue scelte spesso più approfondita di quella che egli stesso ha di sé.

⁸ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione* del 14 marzo 2017 sulle implicazioni dei Big Data per i diritti fondamentali: privacy, protezione dei dati, non discriminazione, sicurezza e attività di contrasto, [2016/2225\(INI\)](#).

⁹ AGCOM, *Big data, Interim report nell’ambito dell’indagine conoscitiva di cui alla delibera n. 217/17/CONS*, Giugno 2018: “Le parole si trasformano in dati, la posizione geografica si trasforma in dati, le interazioni sociali si trasformano in dati, anche le cose, se connesse in rete (IoT), diventano dati. Le fonti possono essere rinvenute in qualsiasi device, sensore, sistema operativo, motore di ricerca, social network”.

conoscenza, poiché la loro produzione, diversamente da tutte le altre risorse, è sostanzialmente infinita, risultando possibile finché vi sia la disponibilità di strumenti adatti a raccoglierli e digitalizzarli¹⁰. Essi possono essere considerati quali nuovi ed imprescindibili fattori produttivi di una serie sempre più ampia di attività, che si aggiungono agli altri tradizionali fattori del capitale e della forza lavoro costituendo, addirittura, l'unità fondamentale della nuova economia, c.d. *data-driven economy*¹¹.

I maggiori benefici prodotti da tali tecnologie consistono, pertanto, nell'acquisizione di una conoscenza approfondita della clientela e di una sua più accurata segmentazione granulare, in modo da poterla suddividere in categorie omogenee distinte tra loro in base a criteri e caratteristiche comuni. La profilazione¹², comprendente anche il trattamento dei dati raccolti¹³ - che può configurarsi come "personalizzata" rispetto al singolo individuo ovvero come rivolta al

¹⁰ Secondo V. ZENO ZENCOVICH, *Do "Data Markets" Exist?*, in *Media Laws*, 2/2019, 22 e ss., si tratta di un'assoluta novità per la teoria economica che, generalmente, contempla scarse risorse. Inoltre, in molti casi i costi di produzione dei dati sono molto bassi se non insignificanti a tal punto che è assolutamente difficile trovare situazioni equivalenti.

¹¹ R.LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Riv.trim.dir.econ.* 3/2019, 267 e ss. per il quale è di tutta evidenza come la disponibilità dei dati stia diventando sempre più rilevante per l'ottimizzazione di processi e decisioni, per l'innovazione e l'efficiente funzionamento dei mercati.

¹² Secondo la definizione accolta dall'art.4, comma 1 n.4 del Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016, Regolamento Generale sulla Protezione dei dati (GDPR), per "profilazione" si intende "qualsiasi forma di trattamento automatizzato di dati personali consistente nell'utilizzo di tali dati personali per valutare determinati aspetti personali relativi a una persona fisica, in particolare per analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze personali, gli interessi, l'affidabilità, il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti di detta persona fisica".

¹³ Secondo la definizione accolta dall'art.4, comma 1 n.2 del richiamato Regolamento per "trattamenti" si intende "qualsiasi operazione o insieme di operazioni, compiute con o senza l'ausilio di processi automatizzati e applicate a dati personali o insiemi di dati personali, come la raccolta, la registrazione, l'organizzazione, la strutturazione, la conservazione, l'adattamento o la modifica, l'estrazione, la consultazione, l'uso, la comunicazione mediante trasmissione, diffusione o qualsiasi altra forma di messa a disposizione, il raffronto o l'interconnessione, la limitazione, la cancellazione o la distruzione"

c.d. “*group-targeting*” in forza di comuni preferenze tra una serie di individui – assume specifico valore economico per le successive attività di ideazione e creazione di beni e servizi offerti ai clienti¹⁴.

Nel momento in cui vengono utilizzati dati personali – di particolare rilievo per il settore finanziario¹⁵ – la profilazione è sottoposta al sistema di garanzie dettato dalla recente normativa europea a tutela dei diritti del titolare dei dati stessi¹⁶. In particolare, in forza delle disposizioni del Regolamento GDPR, l’intermediario finanziario in caso di trattamento di dati personali utilizzati nell’ambito di un processo decisionale automatizzato, compresa la “profilazione”, dovrà informare i clienti sull’uso a cui la raccolta è finalizzata, incluso l’eventuale individuazione del mercato di riferimento, richiedendo un’espressa autorizzazione qualora procedano a un intreccio dei relativi dati, sfruttando le diverse fonti di cui possono essere in possesso¹⁷.

¹⁴ E. PALMERINI, G. AIELLO, V. CAPPELLI, *FinTech nel contesto della data-driven economy: profili civilistici tra rischi per la clientela e rischi per gli operatori*, in *Il FinTech e l’economia dei dati. Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici - Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori*, in *Quaderni Fintech*, Consob, 2/2018, reperibile sul sito istituzionale di Consob.

¹⁵ Secondo l’EUROPEAN DATA PROTECTION SUPERVISORY, i dati maggiormente interessanti sono quelli dai quali si possono trarre informazioni necessarie per adottare decisioni migliori e più informate, basate spesso, ma non necessariamente, su dati personali. Così in *Opinion Meeting the challenges of Big Data, A call for transparency, user control, data protection by design and accountability*, 7/2015, del 19/11/2015.

¹⁶ G.FINOCCHIARO, *Il contratto nell’era dell’intelligenza artificiale*, analizza la questione ancora irrisolta sulla valenza del dato personale quale oggetto di un diritto della personalità o bene giuridico, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 2, 6/2018, 441 e ss.

¹⁷ Va richiamato in particolare, l’art. 22 del Regolamento 2016/679/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27/04/ 2016 “relativo alla Protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati)” che prevede che il cliente può vantare un vero e proprio diritto a non essere sottoposto a un procedimento automatizzato, che potrebbe avere effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona. Tale divieto non si applica nel caso in cui la decisione sia necessaria per la stessa conclusione o per l’esecuzione del contratto tra l’interessato e il soggetto che procede al trattamento dei dati o qualora si basi sul consenso esplicitamente espresso dall’interessato ovvero, infine, qualora la decisione sia autorizzata dal diritto dell’Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento, che precisa altresì misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell’interessato. La profilazione deve essere condotta dal titolare del trattamento in

L'esigenza di individuare appositi meccanismi in grado di garantire adeguata corrispondenza tra le caratteristiche del prodotto e quelle della clientela di riferimento, ha trovato riconoscimento giuridico, in campo finanziario, all'interno delle disposizioni dettate in tema di *product governance*. Inaugurata dalla posizione espressa congiuntamente dalle tre autorità di vigilanza europee¹⁸, la nuova disciplina, sebbene recepita con modalità e tempi differenti nel nostro ordinamento, attraversa trasversalmente i settori del mercato finanziario e individua nel controllo della filiera produttiva lo strumento principale di governo del prodotto capace di garantire l'innovazione ma, al contempo, contenere i rischi connessi a distribuzioni indiscriminate presso la clientela *retail*¹⁹.

Prevista nell'impianto generale adottato dalla c.d. Mifid II, Direttiva 2014/65/UE²⁰, e dal connesso Regolamento Mifir, n. 600/2014²¹ nonché dalla Direttiva Delegata 2017/593/UE²² e dalle linee guida

modo da garantire misure appropriate per tutelare i diritti, le libertà e i legittimi interessi dell'interessato, almeno il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione.

¹⁸ EBA, ESMA, EIOPA, *Joint Position of the European Supervisory Authorities on Manufacturers' Product Oversight & Governance Processes*, JC-2013-77, adotta una serie di principi che definiscono il punto di vista generale delle Esas sulla supervisione e la governance del prodotto che richiedono coerenza tra i diversi settori per essere di beneficio per i consumatori, gli istituti finanziari e le autorità competenti.

¹⁹ Per A.ANTONUCCI, *La "trasparenza ineguale". L'insuperata frammentazione delle regole*, in *Liber Amicorum* Guido Alpa, F.Capriglione (a cura di), Milano, 2019, 501 e ss., si contribuisce, in tal modo ad erodere i tradizionali confini funzionali del mercato finanziario, ormai ampiamente superati a causa dell'evoluzione morfologica delle prestazioni degli intermediari e delle ampie aree di operatività integrata con le connesse modifiche strutturali dell'offerta

²⁰ *Markets in Financial Instruments Directive* del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

²¹ *Markets in Financial Instruments Regulation* (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012.

²² Direttiva Delegata della Commissione del 7/4/2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di governance dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari.

adottate dall'Esma²³ - la cui attuazione ha comportato l'inserimento dei commi 2-*bis* e 2-*ter* dell'art. 21 TUF e del Titolo VIII del Regolamento Intermediari adottato dalla Consob – la disciplina introduce una serie di regole volte a presidiare non solo la fase di distribuzione degli strumenti finanziari ma, ed è questa la novità, il processo di ideazione e di sviluppo degli stessi, richiedendo, in particolare, che vengano adottate particolari procedure volte ad individuare un mercato di riferimento, c.d. *target market*, ritenuto compatibile con un determinato strumento finanziario ed al quale lo stesso venga successivamente destinato. L'obbligo di individuare un preciso *target market* è rivolto sia al produttore, c.d. *manufacturer*, vale a dire a quel soggetto che crea, sviluppa, emette e/o concepisce strumenti finanziari o che fornisce consulenza agli emittenti societari nell'espletamento di tali attività, sia al distributore, c.d. *distributor*, cioè al soggetto che offre e raccomanda gli strumenti finanziari ai clienti, in un sistema complessivo che attua e valorizza i principi del “*know your customer*” e del “*know your product*”²⁴. In particolare, viene anticipata l'applicazione della prima regola introducendo la necessità di conoscere e classificare la clientela, già in fase di produzione e di distribuzione del prodotto finanziario. In tal modo la profilazione del cliente diviene un processo articolato in più fasi diverse e con un sempre maggior approfondimento in ordine al tipo di informazioni raccolte²⁵.

Entrambi i soggetti devono peraltro identificare anche un potenziale mercato di riferimento negativo che descriva i gruppi di clienti le cui esigenze, caratteristiche ed obiettivi non sono compatibili con il prodotto ideato e offerto.

Obiettivo principale del rinnovato impianto è quello di rafforzare la protezione del cliente, anticipando la sua tutela fin dal momento

²³ ESMA, *Guidelines on Mifid II product governance requirements*, del 05/02/2018.

²⁴ Per un'attenta analisi sui rapporti tra *manufacturer* e *distributor* si veda A.PERRONE, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.* 1/2019, 1 e ss., V.TROIANO, *La Product Governance*, in *La Mifid II – Rapporti con la clientela – regole di governance- mercati*, V.Troiano e R.Motroni (a cura di), Milano, 2016, 211 e ss.

²⁵ F.MATTASSOGLIO, *La profilazione dell'investitore nell'era dei big data*, in *Riv. trim. dir. econ.* suppl. al n. 4/2016, 231 e ss. che svolge un'attenta analisi in ordine alle particolari tecniche che permettono una profilazione approfondita e accurata della clientela.

dell'ideazione e della produzione del bene o del servizio, mediante una serie di previsioni che si propongono di garantire il collocamento di strumenti e prodotti con profili di rischio compatibili con le diverse categorie predeterminate, riducendo i fenomeni di “*misselling*” ovvero di collocamento di strumenti inadeguati perché non conformi alla propensione al rischio o agli obiettivi di investimento del cliente che li ha acquistati. La corrispondenza tra mercato di riferimento e caratteristiche del prodotto viene realizzata mediante un giudizio di adeguatezza che viene svolto al momento di ideazione dello stesso nei confronti di un complesso di soggetti e non di singoli clienti. In tal modo saranno gli istituti finanziari a decidere se un determinato prodotto finanziario può o non può essere acquistato da un certo cliente; questi, infatti, anche se sia in messo in grado di comprendere e di accettare tutti i rischi connessi all'investimento, in linea di principio non potrà realizzarlo ove il produttore o il distributore lo abbiano escluso dal corrispondente mercato di riferimento. L'unica eccezione a questa impostazione si ha qualora circostanze eccezionali e particolari motivazioni, possano giustificare il collocamento del prodotto al di fuori del mercato di riferimento²⁶.

In simile contesto, viene modificato anche il *focus* della vigilanza, spostato da una valutazione *ex post* sul momento finale dell'operatività

²⁶ È stato sottolineato come le regole sulla *product governance* realizzino una “rivoluzione paternalistica” in quanto limitano l'accesso degli investitori non professionisti ai prodotti finanziari in misura molto più ampia rispetto alle precedenti regole dettate dalla Mifid I, nel momento in cui riconoscono agli istituti finanziari la facoltà di decidere in quali prodotti finanziari i clienti possono o non possono investire. In tal senso V. COLAERT, *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, in aw.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/12/, Oxford, 2019, per il quale “*The main problem in this respect is that MiFID II requires financial institutions to decide in which financial products clients can or cannot invest. This is paternalism. In comparison with MiFID I, the current rules represent indeed nothing less than a paternalistic revolution. Under the MiFID I regime, the investor in principle always had the last word on execution-only services: the financial institution should warn against investments which it deemed inappropriate for the client, but the client could persist and nevertheless acquire the product. Likewise, in an advice environment the investor could always go against the advice of the distributor. The MiFID II product governance rules seem to have a different effect. Even if an individual client understands and accepts all the risks involved in a certain product, he or she will in principle not be able to acquire it, if the product distributor decides that the client falls outside the target market for the product*”.

con l'investitore a un giudizio *ex ante* sul rispetto delle regole di comportamento negli assetti organizzativi interni e, nelle scelte strategiche del modello di *business*²⁷.

Mentre il precedente sistema, attuativo dei principi della Mifid I, concentrava la protezione del cliente principalmente sul momento della conclusione del contratto, imponendo all'intermediario una serie di regole di comportamento basate su criteri di trasparenza, di circolazione di informazioni da e verso il cliente e di correttezza, culminanti nei giudizi di adeguatezza e di appropriatezza di un determinato prodotto, già confezionato, rispetto al profilo del cliente stesso, la nuova disciplina interviene sui processi di autogoverno vigilato dell'offerta contrattuale degli intermediari, corredandoli con sporadici strumenti di governo autoritativo dell'offerta, attribuiti alle autorità di vigilanza interne ed europee²⁸.

Le disposizioni sulla *product governance* assumono rilievo centrale in tutta la catena del valore del bene o del servizio, dall'ideazione, alla produzione, alla strategia distributiva, all'offerta al cliente, creando uno stretto collegamento tra l'attività di produzione e l'attività di distribuzione ove la prima rappresenta uno strumento preparatorio di una più efficace esecuzione degli obblighi di condotta insistenti sulla fase propriamente distributiva – appropriatezza, adeguatezza ecc. – che mantiene e fa salvi²⁹.

La *governance* del prodotto diviene elemento informatore delle possibili strategie di impresa dell'intermediario, influenzate dalla natura del prodotto e dal *target* di clientela cui si rivolge. In altri termini, come è stato correttamente sottolineato, rispetto al precedente approccio della Mifid I che considera le caratteristiche e i bisogni del cliente nel rapporto individuale bilaterale intermediario/cliente al momento “finale” della prestazione del servizio, si è passati ad una

²⁷ A.PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.* 1/2015, 31 e ss, per il quale la conformità alle regole di condotta viene richiesta in tutte le fasi della prestazione dei servizi di investimento: dallo sviluppo del prodotto, che non può prescindere da caratteristiche ed esigenze della clientela di destinazione, alle strategie di distribuzione, che non devono alterare il perseguimento del miglior interesse del cliente.

²⁸ A.ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, Pisa, 2018, 14.

²⁹ V.TROIANO, *op.cit.*

logica che trascende da tale momento e, anzi lo anticipa, collocandolo direttamente nelle dinamiche complessive dell'impresa, la quale dovrà svolgere un processo di approvazione per ogni strumento finanziario che intende produrre o vendere e per ogni sua eventuale modifica. Tale processo entra a far parte dell'operatività aziendale, con l'imposizione di obblighi di conoscenza del prodotto da parte di chi è deputato a svolgere la valutazione di compatibilità originaria rispetto al *target* della clientela e di eventuali responsabilità³⁰.

Completano tale quadro le misure di controllo e di intervento, c.d. *product intervention*, riconosciute in capo alle autorità di vigilanza, interne ed europee, dagli articoli 39 e ss. del citato Regolamento Mifir, volte a garantire che il prodotto realizzato sia effettivamente destinato alla corrispondente categoria di clientela³¹. A tal fine vengono previste restrizioni alla circolazione, alla conclusione di contratti ed allo svolgimento di attività negoziali, qualora si ritenga che esistano significativi timori per la protezione degli investitori o minacce all'ordinato funzionamento, all'integrità ed alla stabilità dei mercati finanziari³². Si completa, in tal modo, quell'inversione di tendenza che aggiunge agli interventi sanzionatori *ex post* garantiti dalle norme in tema di trasparenza anche interventi *ex ante* di carattere proattivo, tipicamente affidati all'autorità di vigilanza³³.

³⁰ V.TROIANO, *op. cit.*

³¹ Per un'accurata analisi sul punto si veda F.GUARRACINO, *I poteri di intervento sui prodotti finanziari (la c.d. product intervention)*, in *La Mifid II, cit.*, 231 e ss.

³² Ai sensi dell'art.40 Reg., l'Esma può vietare temporaneamente o limitare nell'Unione a) la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di determinati strumenti finanziari o di strumenti finanziari aventi particolari caratteristiche specifiche ovvero b) un tipo di attività o pratica finanziaria. Tale decisione, ai sensi del comma 2, può essere assunta se sono soddisfatte tutte le seguenti condizioni: a) la misura proposta è volta a fronteggiare un timore significativo in merito alla protezione degli investitori o una minaccia all'ordinato funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari o dei mercati delle merci o alla stabilità dell'insieme o di una parte del sistema finanziario dell'Unione; b) i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario o all'attività in questione non sono atti a far fronte alla minaccia; c) un'autorità competente o le autorità competenti non hanno adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non sono sufficienti per farvi fronte.

³³ A.PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, 2015, *cit.*, sottolinea la presenza di un significativo momento di paternalismo che marca la distanza dal modello tradizionale "fondato sulla trasparenza" in quanto la disciplina

Principi analoghi sono stati recepiti anche in ambito bancario, ove il ricorso a medesime tecniche consente di valutare più precisamente il merito creditizio del cliente, con conseguente applicazione di condizioni economiche più convenienti e migliore gestione del rischio proprio dell'attività. Con provvedimento del 5/12/2018 la Banca d'Italia³⁴ ha, infatti, dato attuazione alle linee guida precedentemente adottate dall'Eba sui dispositivi di *governance* e di controllo dei prodotti bancari al dettaglio³⁵.

Oggetto delle previsioni sono le operazioni e i servizi che ricadono nell'ambito di applicazione del titolo VI del T.U.B. Oltre le regole di *product governance*, viene prevista anche una particolare procedura di monitoraggio, c.d. *product testing*, che consiste nella conduzione di specifici test che consentono di valutare gli impatti che l'offerta o la modifica di un determinato prodotto può avere sul *target market*. Qualora da questi test risulti che tale offerta o modifica non siano adatte al mercato di riferimento, il prodotto viene sottoposto a revisione. In mancanza di questa, esso non può essere offerto sul mercato.

In campo assicurativo i medesimi principi sono stati adottati dalla Insurance Distribution Directive, c.d. IDD, 2016/97/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 20 gennaio 2016, sulla distribuzione assicurativa, entrata in vigore l'1 ottobre 2018, che regola la distribuzione dei prodotti assicurativi dei rami vita e danni³⁶ e dalle relative linee guida preparatorie adottate dall'Eiopa³⁷.

Le procedure sulla distribuzione devono essere adeguate alle caratteristiche del mercato di riferimento e garantire che i diversi canali di distribuzione utilizzati, diretti o indiretti, offrano i prodotti solo a clienti appartenenti al mercato di riferimento; eventuali eccezioni

realizza una tutela degli investitori che prescinde, se pure in casi limitati, dalla loro libera scelta informata.

³⁴ Provvedimento del 5/12/2018 *Disposizioni in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari – Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*, reperibile sul sito istituzionale dell'autorità.

³⁵ EBA, *Final Report, Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products*, del 22/03/2016, reperibile sul sito istituzionale dell'autorità.

³⁶ Attuata nel nostro ordinamento con D.Lgs. 21 maggio 2018 n. 68, in G.U. 138 del 16/06/2018.

³⁷ EIOPA, *Preparatory Guidelines on product oversight and governance arrangements by insurance undertakings and insurance distributors*.

devono essere opportunamente motivate tenendo conto degli specifici interessi, obiettivi e caratteristiche del cliente.

3. *Tra vantaggi e svantaggi nello svolgimento dei rapporti contrattuali*

Tra i profili più immediatamente significativi della personalizzazione dell'offerta, assume importante rilievo quello connesso alla particolare attenzione rivolta alla figura del cliente, al quale viene riconosciuta una rinnovata posizione di centralità nelle relazioni negoziali instaurate con gli intermediari, c.d. *customer centricity* e, più in generale, in tutta la catena di valore del bene. Il cliente, infatti, diventa parte integrante delle dinamiche d'impresa, orientate a garantire il risultato finale costituito dall'esatta corrispondenza tra le sue caratteristiche e quelle del prodotto ideato. Attraverso una conoscenza sempre più analitica ed approfondita, permessa dall'analisi tecnologica dei dati, vengono valorizzati i bisogni e le esigenze del singolo investitore, cui viene "ritagliata su misura" un'operazione finanziaria³⁸. In tal modo le contrattazioni personalizzate tendono a sostituire le più tradizionali offerte standardizzate. Se, infatti, le relazioni contrattuali vengono solitamente svolte secondo schemi predisposti unilateralmente da parte degli intermediari, in conformità alle proprie esigenze e con modalità uniformi, costituendo gli strumenti dell'organizzazione della sua offerta, ove la libertà contrattuale del cliente è limitata e condizionata dall'attività seriale organizzata dall'intermediario³⁹, l'emergere delle richiamate istanze protettive tende a mutare tale assetto, dando maggiore risalto alle singole posizioni dei clienti e a relazioni tendenzialmente più particolareggiate. Prodotti, sistemi e servizi saranno sempre adattati alle esigenze dei singoli consumatori.

Ciò comporta un cambiamento profondo dei processi di produzione e di offerta dei beni, in conformità a rilevato orientamento volto a

³⁸ V. RICCIUTO, *La tutela dell'investitore finanziario. Prime riflessioni su contratto, vigilanza e regolazione del mercato nella c.d. Mifid II*, in *La Mifid II*, cit., 3 e ss., descrive tale tecnica alla stregua di un "abito sartoriale". Per K. SCHWAB, *La quarta rivoluzione industriale*, cit., 71, l'accesso alle informazioni in tempo reale fornisce una comprensione accurata dei comportamenti dei clienti e delle prestazioni dei prodotti che, a loro volta, danno vita a nuovi processi tecnologici.

³⁹ A. ANTONUCCI, *I contratti di Mercato Finanziario*, cit. 18.

spostare il centro di interesse e della competizione intorno alla capacità delle imprese di personalizzare i propri prodotti⁴⁰. Le nuove tecnologie consentono alle imprese di assumere le necessarie informazioni in modo rapido, preciso e a bassi costi - non essendo più reperite da questionari compilati dai singoli soggetti ma rivelate dalle registrazioni e dalle successive combinazioni ed analisi dei dati⁴¹ - in modo tale da riuscire a capire l'evoluzione economica, finanziaria, personale dei clienti, comprenderne bisogni e necessità, indirizzarne l'azione per il raggiungimento dei propri obiettivi, c.d. *customer intimacy*⁴².

L'impresa potrà adottare nuove strategie più efficienti e competitive, per sviluppare soluzioni particolarmente innovative, concorrendo ad una maggiore efficienza propria ma anche dell'intero sistema. L'automatizzazione di tali processi, naturalmente, apporta benefici economici, riducendo i costi di ricerca, negoziazione, decisione e di *enforcement*, sostituiti dall'operatività degli strumenti tecnologici che diminuiscono gli interventi umani e, tendenzialmente, l'incertezza, i margini di errore e le difficoltà di elaborazione di un giudizio o di una decisione, razionalizzando le operazioni finanziarie in modo da evitare inefficienze ed incertezze.

⁴⁰ ITMEDIA CONSULTING, *op.cit.*

⁴¹ F.DI PORTO, *La regolazione degli obblighi informativi – Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017, 155, per la quale “la big data *analytics* consente oggi una “clusterizzazione” dei consumatori assai più dettagliata rispetto alle vecchie indagini di mercato, tale da poter inferire non solo l’attitudine al consumo del singolo, ma anche le sue preferenze e la sua disponibilità a pagare per un determinato bene o servizio”. Così anche IDEM, *La Rivoluzione big data. Un’introduzione*, in *Big Data e Concorrenza*, F.Di Porto (a cura di), in *Concorrenza e Mercato*, Num. Spec. 2016, 5 e ss.

⁴² L’EBA, *Report on innovative uses of consumer data by financial institutions*, *Op.Cit.*, ha ritenuto che se vengono mitigati i rischi, gli usi innovativi dei dati possono comportare benefici per i consumatori migliorando la qualità dei prodotti e offrendo loro servizi più personalizzati adattati alle loro esigenze e una migliore comprensione della loro situazione finanziaria. Potrebbero anche portare a risparmi sui costi per i consumatori, sebbene non necessariamente attraverso risparmi sui costi delle campagne di marketing realizzate dagli istituti finanziari sui consumatori, anche attraverso l’offerta di sconti mirati con specifici partner commerciali. A loro volta, gli istituti finanziari possono anche beneficiare di una maggiore efficienza in termini di costi / ricavi, migliore gestione dei rischi e compliance normativa.

Agli innegabili vantaggi delineati, si affiancano, tuttavia, alcuni elementi di criticità che l'utilizzo di dati e di informazioni presenta⁴³.

I rischi generalmente paventati attengono, per grandi linee, ai possibili pregiudizi per i consumatori e per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso. A parte i profili connessi ad applicazioni distorte o illecite che possono influenzare illegittimamente la posizione dei clienti, la principale problematica riguarda l'asserita mancanza di neutralità e la sostanziale opacità che determina un inquadramento degli algoritmi in termini di *black boxes*, inaccessibili nel contenuto ed inspiegabili nel risultato prodotto. L'ampia produzione sistematica di dati e le connesse attività di trattamento non sono per nulla trasparenti, mettendo alla prova la capacità dei singoli e delle autorità di valutare i processi e le finalità della raccolta, della compilazione, dell'analisi e del loro utilizzo⁴⁴. Su questo punto, infatti, è stato rilevato come la qualità dei dati utilizzati e le concrete modalità di funzionamento dell'algoritmo, elementi privi di concreti riscontri, possono causare non imparzialità, correlazioni spurie, errori, sottostima delle implicazioni giuridiche, sociali ed etiche, rischio che i dati siano impiegati per finalità discriminatorie e fraudolente, con conseguenti vizi nelle procedure decisionali per singoli e per la collettività⁴⁵.

Tra i profili problematici più immediati prodotti sul rapporto contrattuale rileva la presenza simultanea di due distinti ordini di rischi per la clientela: un primo tipicamente connesso alla natura finanziaria dell'operazione ed alla particolare tipologia del suo oggetto ed un secondo, inedito, direttamente legato all'utilizzo di strumenti digitali ed informatici per la prestazione del servizio e per l'individuazione del prodotto offerto. In particolare, l'utilizzo della tecnologia concorre certamente ad innalzare il livello di opacità del contratto finanziario, accentuando il divario già esistente tra le posizioni delle parti ed

⁴³ Per F. MATTASSOGLIO, *Big Data: impatto sui servizi finanziari e sulla tutela dei dati personali*, cit., 72, tale meccanismo non può essere considerato semplicemente come un caso di potenziale "win-win" per la presenza di possibili distorsioni e pericoli.

⁴⁴ PARLAMENTO EUROPEO, *Risoluzione del marzo 2017*, cit.

⁴⁵ M.T. PARACAMPO, *Fintech, tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, cit. per la quale tali fenomeni possono avere un impatto deleterio sulla vita e sulle opportunità dei cittadini, in particolare dei gruppi emarginati, nonché influenzare negativamente le società e le imprese.

umentando quella condizione di asimmetria informativa, tipica di simili operazioni.

Il cliente, infatti, è destinatario di un'offerta che si presenta complessa e di difficile comprensione in ordine ai motivi ed ai criteri che ne hanno determinato l'oggetto, le condizioni, il prezzo. L'asimmetria informativa⁴⁶ è ampia e pervasiva, poiché i clienti non solo non dispongono di tutte le informazioni necessarie per poter giungere ad una scelta informata ma per di più, anche in ipotesi contraria, dovrebbero possedere un grado di conoscenza tecnica certamente maggiore rispetto a quello riscontrabile tra la popolazione⁴⁷.

Ciò potrebbe comportare ulteriori conseguenze. La prima riguarda l'ampliamento delle offerte che rende ancor più difficile non solo una necessaria comparazione tra le stesse ma anche una loro adeguata valutazione in ordine alla portata generale, agli obblighi, ai rischi ad esse connessi. La seconda, diretta conseguenza della precedente, attiene alla pervasività dell'offerta basata sulla tecnologia che espone la clientela a accresciuti rischi di "adesione inconsapevole", potendo essere, in tal modo, indirizzata verso l'acquisto di determinati prodotti o servizi anche ledendo la correttezza delle dinamiche del mercato e quelle del singolo rapporto contrattuale.

Da questo punto di vista il cliente, già parte aderente di un contratto predisposto unilateralmente, sembrerebbe subire ulteriori limitazioni connesse alla scelta del bene o del servizio, soggetta a possibili orientamenti in base a fattori esterni al contratto stesso. Le decisioni sono fortemente influenzate dal profilo del consumatore, disegnato dopo aver ottenuto sue informazioni. Il rischio è quello di comprimere la capacità di compiere scelte autonome e, contemporaneamente, di facilitare l'adozione di posizioni "passive" nei confronti di servizi o prodotti che vengono presentanti come efficienti, convenienti, adeguati al profilo individuato⁴⁸. Quanto più efficiente sarà questo sistema, tanto

⁴⁶ Conforme anche F.BASSAN, *op.cit.*, 102, per il quale tra i rischi di un sistema fondato sul potere dell'algoritmo rientra anche la crescita dell'asimmetria informativa a danno degli utenti.

⁴⁷ AGCOM, *Big data, Interim report, Cit.*

⁴⁸ In tal senso anche M.DELMASTRO e A.NICITA, *Big Data. Come stanno cambiando il nostro mondo*, Bologna, 2019. Secondo C. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *op.cit.*, l'innovazione tecnologica digitale sta inducendo mutamenti nei comportamenti sociali e nello stile di vita delle persone, non sempre

più inattiva risulterà la posizione degli utenti, la cui libertà di scelta sarà sempre più circoscritta su mercati ristretti, segmentati, costruiti su misura sul loro profilo o su quello del gruppo omogeneo di appartenenza, poiché la profilazione permetterà di offrire loro ciò che preferiscono⁴⁹. Per di più, sul punto la dottrina economica ha parlato di “*aftermarket*” per sottolineare i possibili rischi per il cliente di rimanere vincolato all’interno di quello spazio nel quale ha compiuto la scelta del primo acquisto che vincola quelle successive ad esso collegate, sostanzialmente configurato e gestito dal soggetto che dispone dei dati e che lo ha profilato⁵⁰. Il cliente sarebbe coinvolto in un processo automatizzato che non vedrebbe una sua partecipazione sufficientemente attiva.

Si pone allora la questione, ampiamente dibattuta, in ordine alla portata del radicale cambiamento tecnologico che sembra poter mettere a rischio la capacità umana di compiere scelte negoziali in piena autonomia. Sul punto, ritenuto che i meccanismi incorporati nella tecnologia siano in grado di influenzare e trasformare i comportamenti degli individui, ad esempio modificando il tipo di domanda oltre che di offerta, sarebbe pertanto necessario valutare “se e, se sì, a quali condizioni possiamo decidere di rinunciare alla nostra libertà di scelta”⁵¹.

Simili rilievi potrebbero essere valutati in termini contraddittori rispetto agli stessi interessi ed obiettivi cui la personalizzazione dell’offerta tende. Va valutata, pertanto, la portata e la possibile coesistenza con questi.

fondati su scelte consapevoli e ragionate, rimanendo elevato il rischio di adattamenti passivi e dell’agire per imitazione e conformazione.

⁴⁹ L.AMMANNATI, *La circolazione dei dati dal consumo alla produzione*, cit.

⁵⁰ M.DELMASTRO e A.NICITA, *Big Data. Come stanno cambiando il nostro mondo*, cit., 83-84.

⁵¹ L.AMMANNATI, *Verso un diritto delle piattaforme digitali*, in *Federalismi.it*, 7 del 3/04/2019, richiama L. LESSIG, *Code: And Other Laws Of Cyberspace*, 1999, per il quale *hardware* e *software* determinano il comportamento degli attori che si confrontano nel *cyber-spazio*, inteso come sinonimo di *internet*.

4. La ricerca di un possibile equilibrio tra le diverse esigenze coinvolte

Come si conciliano, pertanto, i rilevati profili positivi con quelli più critici? Qual è il “prezzo” che il cliente deve pagare per ottenere i vantaggi prospettati dalle tecniche di offerte personalizzate? È giustificato questo “prezzo” o si possono individuare ipotesi ulteriori? Si tratta, in realtà, di problematiche assolutamente ampie e complesse, in continua trasformazione, che non trovando ben precisi e chiari riferimenti normativi, pongono molti dubbi ma non altrettante soluzioni. Senza alcuna pretesa di fornire risposte certe, si cercherà, quindi, di individuare possibili percorsi nel tentativo di mettere in risalto alcuni tra quelli che sono sembrati i punti più delicati della tematica in esame.

La rinnovata posizione di asimmetria informativa del cliente pone un problema rispetto alla riconosciuta necessità di garantire, al contrario, un riequilibrio del contratto che passi attraverso un sistema di flussi informativi che consentano l’adozione di una scelta finanziaria consapevole, informata ed autonoma. Di questo, con ogni probabilità, ci si è resi conto, sia in ambito comunitario che interno, ricorrendo sovente al principio della trasparenza, declinato naturalmente in termini e modalità parzialmente differenti nei diversi settori del mercato finanziario e, all’interno di questi, nelle diverse materie di riferimento. Con il ricorso al tradizionale approccio, infatti, ripetuto e sottolineato in diverse occasioni, si è più volte richiamato tale concetto imponendo agli intermediari obblighi di informazione sempre più ampi ed articolati, ritenuti necessari al fine di rendere il cliente edotto in ordine alla portata del contratto, alle condizioni giuridiche ed economiche, alle caratteristiche dello strumento oggetto dello stesso e del soggetto che lo ha emesso o offerto⁵².

Pertanto alla base di una scelta consapevole – che, quantomeno nelle intenzioni generali, rimane elemento fondante dell’intero sistema protettivo - tra le innumerevoli informazioni più tecnicamente finanziarie che l’intermediario deve fornire al cliente al momento della

⁵² Ne è esempio la disciplina dettata dal Regolamento (UE) 1286/2014 in materia di prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati, c.d. PRIIPS, ove è ritenuto che migliorare la trasparenza dei PRIIP offerti agli investitori al dettaglio rappresenta un’importante misura di tutela degli investitori e una condizione essenziale per ristabilire la fiducia.

prestazione di un servizio, dovrebbero trovare posto anche quelle volte a far comprendere i meccanismi che hanno determinato quella particolare offerta, con quelle condizioni e modalità, a quei prezzi⁵³. Si dovrebbero, pertanto, assoggettare ad obblighi informativi e di trasparenza anche gli elementi essenziali che hanno dato luogo a quell'offerta, quindi i dati e gli algoritmi che li processano, informando il cliente sul loro modo di operare, sul tipo di dati utilizzati, sui risultati raggiunti; dovrebbero essere considerati, pertanto, alla stregua di ogni altra informazione che la legge richiede venga fornita al cliente al fine di agevolare la sua comprensione in ordine agli elementi maggiormente pregnanti e significativi del contratto⁵⁴. Il cliente, così, potrebbe conoscere la portata complessiva dell'operazione e valutare, eventualmente, anche l'operatività dell'algoritmo e gli interessi connessi.

Simile soluzione potrebbe essere realizzata attraverso, ad esempio, l'introduzione di specifiche formule che riescano a conciliare gli aspetti maggiormente tecnici dell'algoritmo con i rilievi giuridici, in modo da renderli comprensibili ed apprezzabili nonostante il naturale coinvolgimento di elementi multidisciplinari, anche attraverso l'utilizzo di un linguaggio semplice, immediato, non eccessivamente tecnico.

Così, in campo bancario, potrebbe ritenersi che tali informazioni rientrino tra quegli "elementi essenziali del rapporto contrattuale" che, a norma delle Disposizioni in tema di Trasparenza delle condizioni contrattuali, "la banca deve rendere noti ai clienti" in modo "corretto, chiaro ed esauriente nonché adeguato alla forma di comunicazione utilizzata e alle caratteristiche dei servizi e della clientela" affinché il cliente possa comprendere esattamente il servizio o il contratto offerto.

Nel settore mobiliare, invece, esse potrebbero farsi rientrare nell'ambito degli oneri di informazione che l'art.21 Tuf pone a carico dell'intermediario "nell'intento di accrescere il grado di consapevolezza del cliente e, dunque, al fine di consentirgli una ponderata valutazione degli impegni derivanti dall'eventuale stipula del

⁵³ M.LIBERTINI, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, reperibile sul sito istituzionale dell'AGCM, per il quale va favorita la propagazione di scelte consapevoli dei consumatori e disincentivare le scelte passive.

⁵⁴ A.URBANI, *La "trasparenza" nello svolgimento dell'attività*, in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, F.Capriglione (a cura di), Milano, 2015, 505 e ss.

contratto⁵⁵”. Così essi potrebbero considerarsi quali specificazione dei principi generali dettati dal primo comma lett. *a*) che prevede obblighi di comportamento informati ai criteri di diligenza, correttezza e trasparenza per servire al meglio l’interesse dei clienti e per l’integrità dei mercati ovvero degli obblighi previsti dalla successiva lett. *b*) della medesima disposizione che impone agli intermediari di operare in modo che i clienti siano sempre adeguatamente informati. Obblighi, le cui modalità operative vengono previste dagli articoli 36 e ss. del Regolamento Intermediari, secondo i quali gli intermediari “forniscono in tempo utile ai clienti o potenziali clienti, in una forma comprensibile, informazioni appropriate affinché essi possano ragionevolmente comprendere la natura del servizio di investimento e del tipo specifico di strumenti finanziari che sono loro proposti, nonché i rischi a essi connessi e, di conseguenza, possano prendere le decisioni in materia di investimenti con cognizione di causa”. Tali informazioni devono essere rese in modo “chiaro, corretto e non fuorviante”.

Le soluzioni prospettate avrebbero il vantaggio di offrire al cliente la medesima serie di tutele previste nei confronti dell’intermediario che si sia reso inadempiente agli obblighi comportamentali ed informativi su esso gravanti; tuttavia, esse sarebbero sempre legate all’impostazione tradizionale che appresta una tutela *ex post* al cliente, intervenendo nella fase finale del rapporto con l’intermediario.

Orbene, a parte le numerose critiche sollevate, nel corso degli anni, nei confronti di tale impianto, ritenuto da più parti inadeguato al concreto raggiungimento dell’obiettivo prefissato di riequilibrio informativo del contratto – stante la difficile realizzazione di una piena consapevolezza in capo al cliente che presuppone, tra l’altro, la completa razionalità delle sue scelte, anch’essa di difficile realizzazione⁵⁶ - nelle ipotesi in esame è da rilevare la grande difficoltà,

⁵⁵ M.PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, F.Capriglione (a cura di), Milano, 2015, 547 e ss.

⁵⁶ A.ANTONUCCI, *I contratti di Mercato Finanziario*, cit, 44, definisce la figura del “risparmiatore adeguatamente informato” alla stregua di un fantasioso soggetto. Gli obblighi di trasparenza presuppongono, infatti, l’esistenza di un soggetto perfettamente razionale, l’*homo oeconomicus* della teoria neoclassica, capace di elaborare e utilizzare tutte le informazioni a tutela dei propri interessi e della propria posizione. Sul punto si veda anche A.PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento*, Cit. Sui motivi che rendono difficile la realizzazione di tale modello,

se non addirittura l'impossibilità, di raggiungere medesimi obiettivi dovuta sia all'esatta individuazione dell'oggetto dell'informazione sia alla sua comprensione finale⁵⁷. Appare oltremodo difficile riuscire a fornire, sul punto, informazioni "chiare e corrette" e "complete", richiedendo tale attività competenze altamente specialistiche ed approfondite, difficilmente riscontrabili non solo nei destinatari ma, vieppiù, da parte di coloro deputati a fornire tali informazioni. Un maggior grado di trasparenza, peraltro, potrebbe risultare addirittura inutile o, quantomeno, inadatto, dal momento che i consumatori non riescono a comprendere tali informazioni a causa dello strutturale *gap* di conoscenze tecnologiche che li separa dalle imprese.

Nonostante si continui a ritenere necessario "rafforzare dal punto di vista sostanziale le regole poste a presidio della correttezza e della trasparenza nella relazione tra intermediari e clienti... che rendano gli utilizzatori consapevoli delle opportunità e dei rischi – specie per le fasce di clientela più vulnerabile – legati a servizi caratterizzati da rapidità di esecuzione e alto contenuto tecnologico⁵⁸" sembra che tale impostazione, ancorata a logiche tradizionali che appaiono poco adatte ai progressivi mutamenti dei caratteri delle attività finanziarie, non riesca a raggiungere gli obiettivi prefissati.

Pertanto, continuerebbe a riproporsi, sebbene con mutati presupposti ed in termini parzialmente diversi, la medesima problematica che ha portato a ritenere che di fronte ad un'offerta sempre più ampia ed articolata di prodotti e servizi altrettanto vari e sofisticati, qualsiasi risparmiatore, sebbene informato, debba essere considerato "sprovvisto", poiché in una posizione di assoluta impossibilità a comprendere la portata di ciò che sta acquistando⁵⁹.

Se è vero, infatti, che la tendenziale corrispondenza tra produzione del servizio e categoria di clienti riesce a fornire nuovi baluardi protettivi per il consumatore di servizi finanziari, è altrettanto vero che il contratto, per le ragioni delineate, continua a mantenere importanti

con specifici rimandi alle scienze cognitive, si veda l'analisi di F. DI PORTO, *La regolazione degli obblighi informativi – Le sfide delle scienze cognitive e dei big data*, Napoli, 2017.

⁵⁷ Per una approfondita analisi sul punto si veda M.T.PARACAMPO, *FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, cit.

⁵⁸ C.BARBAGALLO, *op.cit.*

⁵⁹ G.ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, 97.

elementi di squilibrio in favore degli intermediari. In realtà si tratta di un'asimmetria informativa che presenta caratteri nuovi non solo per la fonte di provenienza, legata all'operatività delle applicazioni tecnologiche, ma anche perché il cliente ricopre una "duplice" posizione, quella di destinatario delle informazioni e quella di produttore delle stesse, successivamente utilizzate per la costruzione del nuovo bene ritenuto a lui conforme. La sua posizione, infatti, non è soltanto quella di fonte di dati da 'estrarre' ma di soggetto che attraverso il processo decisionale mediato dagli algoritmi influenza la produzione e la commercializzazione di beni e servizi⁶⁰. Proprio la mancanza di consapevolezza e di adeguata conoscenza su tale importante profilo, concorrerebbe ad incrementare le asimmetrie informative, nuovamente a vantaggio delle imprese che, al contrario, possono sfruttare tali circostanze, rendendo inadeguati anche gli strumenti di difesa tradizionalmente disponibili⁶¹.

Quale possibile rimedio a tali rilievi è stato ritenuto necessario che, accanto ad una adeguata educazione finanziaria il cliente incominci ad apprendere anche elementi di un'educazione tecnologica che, innalzando i livelli di conoscenza e comprensione dei nuovi fenomeni, potrebbe garantirgli maggiore informazione e, quindi, più ampia protezione. La partecipazione del cliente al processo produttivo sarebbe più consapevole ed attiva, in quanto in grado di valutare le informazioni che verranno utilizzate per la sua profilazione⁶². Il dubbio che sorge, tuttavia, riguarda la difficoltà di realizzare tale disegno, collegata

⁶⁰ Secondo L.AMMANNATI, *La circolazione dei dati dal consumo alla produzione*, cit., "il disegno dell'algoritmo che è definito dai dati e dai parametri che incorpora determina le decisioni di consumo che retroagiscono sulla produzione grazie alla sua capacità di suggerire, guidare o sostituirsi al consumatore".

⁶¹ L.AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell'era digitale: consumatore digitale o digitalizzazione del consumatore?* in *Riv. trim. dir. econ.* n.1/2019, 8 e ss; N.NEWMAN, *The Costs Of Lost Privacy: Consumer Harm And Rising Economic Inequality in the Age of Google*, in *William Mitchell Hamline Law Review*, 2014, 849 e ss., per il quale grazie ai big data le imprese sono nelle condizioni di accedere a molte più informazioni rispetto a quelle disponibili ai consumatori: l'elaborazione dei dati consente loro di comprendere preferenze e prassi di cui gli stessi individui possono non essere consci.

⁶² Per A.ANTONUCCI, *I contratti di mercato finanziario*, cit., 43, il cliente sarebbe in tal modo corresponsabilizzato dovendo concorrere con il proprio lavoro non remunerato di acquisizione di conoscenze specialistiche nel processo produttivo dell'informazione e a garantire la qualità della distribuzione dei prodotti finanziari".

all'ampiezza delle competenze che sarebbero richieste al cliente "informato" e "consapevole" sia su elementi finanziari che su quelli tecnologici.

Un'interessante ipotesi che è stata avanzata recentemente, che tocca principi di teoria generale, riguarda la possibilità di far rientrare gli algoritmi all'interno della struttura del contratto e, segnatamente, quale oggetto dell'accordo tra le parti. Il meccanismo sarebbe quello di riconoscere che le parti possono determinare l'oggetto del contratto anche mediante procedure estranee ma espressamente richiamate, in modo tale che anche il prodotto di queste possa essere ricondotto, in via mediata e *per relationem*, alla volontà delle parti. In altri termini, il risultato degli algoritmi (*output*) – cioè lo strumento o il servizio finanziario che è stato costruito con i dati e le informazioni fornite dal cliente (*input*) - sarebbe sempre riconducibile alla volontà delle parti, qualora l'algoritmo sia stato espressamente voluto o quantomeno accettato dalle stesse, con modalità e termini tali da estendere ad essi il loro consapevole consenso. In tal modo esso diverrebbe parte integrante dell'oggetto del contratto e, come tale, necessariamente conosciuto o conoscibile dai contraenti. Nelle ipotesi analizzate, dovrebbe essere l'intermediario predisponente l'accordo negoziale a far conoscere al cliente tale elemento, anche mediante il ricorso a meccanismi analoghi all'approvazione specifica di clausole o alle condizioni generali, ma con verifiche più stringenti, volte ad assicurare la maggiore consapevolezza possibile in capo al cliente. Il grado di consapevolezza e quindi di validità della formazione del consenso dovrebbe essere ricostruito con maggiore attenzione rispetto alle operazioni che si concludono in maniera tradizionale: quanto maggiore sarà la complessità del meccanismo oggetto del consenso, tanto più approfondita dovrà essere la conoscibilità del meccanismo di funzionamento e dei suoi possibili esiti, in relazione ai parametri adottati. Si renderebbero pertanto necessarie informazioni, diverse da quelle standardizzate con le quali si afferma l'avvenuta comprensione del contenuto del contratto, volte a far comprendere al cliente il meccanismo tecnologico fondante. Diversamente, il consenso potrebbe dirsi invalidamente formato con conseguente possibile applicazione al rimedio dipendente da errore ovvero, a seconda delle condizioni personali del contraente, a quello

previsto in favore del consumatore con l'apparato delle nullità di protezione poste a sua tutela⁶³.

5. *Note conclusive*

In un sistema che si avvia progressivamente alla costruzione di un mercato unico digitale all'interno del quale viene garantita la libera circolazione dei dati, personali e non⁶⁴, è necessario rinnovare il tradizionale approccio regolatorio ed interpretativo, concentrando l'attenzione sui momenti della produzione e della circolazione degli strumenti finanziari, prima ancora della definitiva allocazione presso i clienti finali. Considerato che i dati risultano ormai essere una tra le componenti essenziali di ogni attività economica, poiché generano ricchezza ed incrementano il valore della stessa, è necessario individuare appositi strumenti che garantiscono, a tutti coloro che li immettono nel sistema, piena contezza ed adeguata percezione delle modalità di cessione, del valore reale, dell'utilizzo nei diversi processi produttivi. Lo spostamento *ex ante* del *focus* disciplinare, che si aggiungerebbe all'impianto regolamentare *ex post* basato sul principio di trasparenza, completerebbe adeguatamente il sistema di protezione del cliente in modo efficiente ed innovativo.

In una prospettiva certamente limitata per le costanti e veloci evoluzioni del sistema, si potrebbe pensare di individuare alcune soluzioni capaci di intervenire su tali aspetti, al fine di superare quelle nuove asimmetrie informative che continuano ad affliggere il contratto finanziario. L'idea sarebbe quella di basare il nuovo sistema puntando sulla rinnovata centralità nei processi produttivi riconosciuta al cliente, facendone un soggetto dinamico del mercato, capace di esercitare un ruolo attivo nella scelta e nell'acquisizione di beni e servizi, mediante nuovi strumenti messi a disposizione da legislatori e regolatori che

⁶³ Per l'ipotesi ricostruttiva indicata si veda A.F. DE STEFANO, *Spunti di riflessione sulla decisione robotica negoziale*, in *Decisione Robotica*, a cura di A. Carleo, Bologna, 2019.

⁶⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, *Strategia per il mercato unico digitale in Europa*, del 6.5.2015 COM (2015) 192 final.

possano aumentarne la capacità di discernimento ed il senso critico⁶⁵. Il Regolamento GDPR può essere considerato come un interessante punto di partenza, poiché basa le proprie disposizioni sul principio per cui gli individui debbano avere “il controllo dei dati personali che li riguardano” (considerando n. 7), per poter limitare l’utilizzo da parte di terzi, anche mediante informazioni sulla “esistenza di un processo decisionale automatizzato, compresa la profilazione, nonché informazioni significative sulla logica utilizzata e sull’importanza e le conseguenze previste di tale trattamento per l’interessato” (artt. 13 e 15).

La strada che potrebbe essere seguita dovrebbe, in altri termini, tentare di attuare quel principio, proprio delle discipline specialistiche informatiche⁶⁶, per il quale sarebbe opportuno riuscire ad utilizzare i dati e non solamente essere utilizzati dai dati. Apprestare nuovi strumenti che permettono al cliente di conoscere i dati e le informazioni che immette nel sistema, le modalità di utilizzo ed il risultato finale, nonché il loro valore economico, consentirebbe di focalizzare l’attenzione alle fasi iniziali dell’eventuale instaurazione del rapporto con l’intermediario, in piena condivisione con i più recenti orientamenti regolatori volti, per l’appunto, ad anticipare l’apparato protettivo del cliente rispetto alla fase finale della catena di valore del bene.

Se è vero che l’algoritmo può sostituire addirittura le regole che stanno alla base del contratto è necessario, allora, che di tale elemento il cliente sia pienamente consapevole, al fine di conoscere e valutare i meccanismi che disciplinano la sua attività economica⁶⁷.

⁶⁵ A tal proposito, L. AMMANNATI, *Il paradigma del consumatore nell’era digitale*, cit. parla espressamente della figura del “consum-attore”.

⁶⁶ J. M. WING, *Computational Thinking*, in *Communication of the Acm*, Marzo 2006, Vol. 49, n.3, secondo la quale il pensiero computazionale “represents a universally applicable attitude and skill set everyone, not just computer scientists, would be eager to learn and use”.

⁶⁷ Si veda sul punto ITMEDIA CONSULTING, *op.cit.*, 271, con l’ampio richiamo alla dottrina internazionale che concordemente ritiene che “i consumatori non sarebbero consapevoli di molti dei meccanismi che governano l’economia digitale, quali il valore dei dati in generale, la possibilità che esistano differenti privacy policy, i processi di clusterizzazione su cui si fondano le elaborazioni e l’offerta delle imprese, nonché la circostanza per cui i beni che consumano a prezzo nullo sono scambiati a fronte dei loro dati e della loro attenzione”.

Si supererebbe, in tal modo, il tradizionale approccio paternalistico basato sugli obblighi di informazione imposti agli intermediari e si riuscirebbe, probabilmente, a bilanciare meglio il sistema, attraverso il riconoscimento di poteri e facoltà in capo ai titolari dei dati e non semplicemente mediante l'imposizione di obblighi informativi in capo a coloro che sono capaci di utilizzarli e di sfruttarli.

Questo potrebbe rappresentare un interessante assunto da cui partire per lo sviluppo di futuri interventi, ma anche questa strada a dire il vero, necessiterebbe di competenze particolari difficilmente rintracciabili nel mercato dei clienti *retail*. Va sottolineato, tuttavia, che in una prospettiva futura, sembra non potersi più rinunciare ad una conoscenza di elementi tecnologici, sebbene in termini almeno basilari, per poter prendere parte attiva in una società che sarà sempre più caratterizzata da un'ampia digitalizzazione della vita corrente.

Si tratta di una vera e propria sfida per legislatori, regolatori e istituzioni, intenti nella ricerca di soluzioni normative che possano, allo stesso tempo, governarne gli sviluppi tecnologici ma anche prevenire o limitare i conflitti ed i rischi al fine di fornire certezza al diritto, in un quadro generale tendente, certamente, ad incentivare la diffusione di nuove tecnologie ma anche a creare quelle condizioni adatte affinché esse possano essere adeguatamente utilizzate, nel pieno rispetto di un soddisfacente equilibrio tra esigenze di sviluppo e di tutela del cliente, di stabilità e di efficienza del sistema.

