

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2025

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

ADRIANA ANDREI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI,
ALESSANDRA CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, EDOARDO
CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANGELA GALATO, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI
REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

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 ABBIA 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

SOMMARIO

PAOLO GAGGERO, Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali	1
LUCA VERNERO, Gli attori economici e gli obiettivi di sostenibilità. I riflessi sull'operatività dei mercati	29
ROBERTO NATOLI, Problema e sistema nel diritto dell'economia.....	67

SOMMARIO

UGO MALVAGNA, Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori..... 1

ANGELA MARIA GIORGIANA GALATO, *Credit scoring* e trasparenza algoritmica..... 15

Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali

SOMMARIO: 1. Diritto e informatica. – 2. Diritto e intelligenza artificiale. – 3. Decisione, autonomia e volontà. – 4. *Machine intelligence* e mercato dei capitali. – 5. Segue: il *credit scoring* tra disciplina di settore e *data protection*. – 6. Sul ruolo della volontà negoziale.

1. Diritto e informatica

Il giurista contemporaneo si confronta con un quadro di notevole complessità, da cui è doppiamente coinvolto in quanto interprete: perché non solo s'interpone tra disposizione e norma giuridica, tra enunciato ed enunciazione¹, ma lo sforzo d'intelligenza non è neppure confinato al testo, bensì esteso al significare di fatti e cose². Il fatto con cui egli si confronta è fortemente connotato da costrutti provvisti dall'informatica che qualificano nuovi oggetti, rapporti, attività, mercati. Correlativamente, lo è lo svolgimento recente del diritto, testimoniandolo non pochi testi normativi. Tra i principali, si possono menzionare il DMA, il DSA, l'*AI Act* e, quanto al mercato dei capitali, il *DLT pilot regime regulation*, il DORA e il Micar, ma anche la PSD2 (ossia la *Payment services directive* del Parlamento europeo e del Consiglio 25 novembre 2015, n. 2015/2366) e la disciplina di essa attuativa recata dal d.lgs. n. 218/2017³ funzionali a realizzare la c.d.

¹ Sul circolo ermeneutico, v. già E. BETTI, *Le categorie civilistiche dell'interpretazione*, estratto della *Rivista Italiana per le Scienze Giuridiche*, Milano, 1948, 35.

² Cfr. M. ORLANDI, *Del significare. Saggi sulla interpretazione giuridica*, Torino, 2020, 10.

³ In tema, cfr. M. RABITTI e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *I servizi di pagamento tra psd2 e gdpr: open banking e conseguenze per la clientela*, nel *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di F. CAPRIGLIONE, Milano, 2019, 711 ss.; e i volumi a cura di E. BANI, V. DE STASIO e A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e "open banking" - The transposition of PSD2 and Open Banking*, Bergamo, 2021, e a cura di M. MANCINI, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, A. SCIARRONE ALIBRANDI e O. TROIANO, *La nuova disciplina dei servizi di pagamento. Commentario al d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11*, Torino, 2011.

*open banking*⁴.

Una sufficiente acquisizione della conoscenza che appartiene all'informatica diviene, dunque, presupposto anche dell'elaborazione di indirizzi normativi. E poiché l'informatica è un settore del sapere che non si lascia intuire, risulta accentuata la dipendenza (culturale) della *soft science* dalla *hard science*⁵. Il processo cognitivo, già difficoltoso per lo specialismo delle nozioni di cui la scienza in discorso si serve, è ulteriormente complicato dalla tendenza in campo informatico a ricorrere a metafore (*smart contract*, *cloud*, *mining*, *blockchain*, *coin*, *token* e così via). Sennonché il linguaggio metaforico è impreciso, multivoco⁶ privo della precisione del concetto⁷ e, pertanto, genera il rischio di apprendimenti inaccurati, aumenta la possibilità di fraintendimenti; e reca il pericolo che l'interprete ceda alle assonanze, messo in luce trattando di genotipi e fenotipi contrattuali⁸.

⁴ Sul fenomeno e le sue implicazioni, cfr. tra gli altri S. FARRELL, *Banking on Data: Evaluating Open Banking and Data Rights in Banking Law*, Alphen aan de Rijn, 2023, e il volume a cura di L. JENG, *Open Banking*, New York, 2022.

⁵ Ciò non implica, almeno non necessariamente, che *it was good to be "hard," bad to be "soft"*: per un profilo storico della distinzione, v. S. SHAPIN, *Hard science, soft science: A political history of a disciplinary array*, *History of Science*, 60, 2022, 287 ss., per il quale in futuro *the commonplace distinction might wither away*.

⁶ Cfr. G. TRAVAGLINI, *La metafora, l'analogia e le figure dei sensi in Aristotele*, in *Rivista di estetica*, 2009, 121 ss. e, ivi, § 1.

⁷ Per P. RICŒUR, *The Metaphorical Process as Cognition, Imagination and Feeling*, in *Critical Inquiry*, vol. 5, n. 1, 1978, 143 ss. e, ivi, 148 s., "[i]magination is this stage in the production of genres where generic kinship has not reached the level of conceptual peace and rest but remains caught in the war between distance and proximity, between remoteness and nearness".

⁸ Con particolare riguardo alle fattispecie contrattuali, si considerano genotipi diversi il contratto-scambio [il *contract*], il contratto-convenzione e il contratto-impegno e si ritiene che vi siano pure diversi fenotipi (v. R. SACCO, *La nozione del contratto*, in R. SACCO E G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. dir. civ.* diretto da R. SACCO, I, Torino, 1993, 3 ss.; v. pure ID., *Il contratto in generale, ne I cinquant'anni del codice civile*, I, Milano, 1993, 205 ss. e, ivi, spec. 210). A quest'ultimo riguardo, al di là delle assonanze, sul piano della teoria generale si rileva che sussistono differenze tra gli istituti del contratto, del *contrat* e, soprattutto, del *contract*: cfr. M. BESSONE, *Svolgimento storico della Law of Contract, il ruolo dei giuristi e la loro politica del diritto*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1979, 491 ss.; P.G. MONATERI e R. SACCO, *Contratto in diritto comparato*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. civ.*, IV, Torino, 1989, 138 ss.; G. ALPA, *Contratto nei sistemi di common law*, ivi, 148 ss.; Id., *Le contrat «individuel» et sa définition*, in *Rev. int. dr. comparé*, 1988, 327 ss.; L. MOCCIA, *Contract*, in *Enc. giur. Treccani*, VIII, Roma, 1988, 1 ss.; A. DE MOOR,

Un rischio a cui si associa quello di volgarizzazioni, che possono manifestarsi per esempio nell'indistinzione tra dematerializzazione, informatizzazione e digitalizzazione, tra *coins* e *tokens*⁹, tra IA, *machine learning* e *deep learning*, che costituiscono formule spesso impiegate come se fossero intercambiabili. O nel postulare o sottintendere sicure connessioni: per esempio che l'algoritmo si riporti all'informatica; che la mera automazione attuata mediante sistemi informatici e la robotica rientrino all'IA; che sussista un nesso indissolubile tra *blockchain* (Nakamoto 2009) e *smart contract* (Szabo 1994); che *blockchain* e *smart contract* si riportino all'IA e, poi, che quest'ultimo si riporti al contratto, sebbene – con un'efficace battuta d'altri, diffusa e d'incerto autore¹⁰ – non sia né *smart*, né *contract*; che la *blockchain* designi un genere, anziché una specie – in particolare di *distributed ledger technologies* (o *DLTs*) – e che l'iniziale *Blockchain* all'origine del *bitcoin* sia un esaustivo archetipo, anziché una varietà del tipo *blockchain*. Una volgarizzazione che sembra altresì essere una

Common and Civil Law Conceptions of Contract and European Law of Contract: the Case of the Directive on Unfair Terms in Consumer Contracts, in *ERPL*, 1995, 257 ss.; ID., *Agreement in English and French law*, 6 [1986] *Oxford J. of L. Studies*, 275 ss.; B. NICHOLAS, *French Law of Contract*, 2nd ed., Oxford, 1992, 61 ss. e 98 ss.; D. TALLON, A 'French jurist' naive look at a Common Law Contract, in Clark (ed.), *Comparative and Private International Law. Essays in honour of H.H. Marryman*, Berlin, 1990, 283 ss.; K. ZWIEGERT, H. KÖTZ, *Einführung in die Rechtsvergleichung*, II, Institutionem, 2. Aufl., Tübingen, 1984, 1 ss., anche nella trad. it. di E. CIGNA, *Introduzione al diritto comparato*, II, Istituti, ed. it. a cura di A. DI MAJO E A. GAMBARO, Milano, 1995, 1 ss.; H. KÖTZ, I. *Abschluss, Gultigkeit und Inhalt des Vertrages; die Beteiligung Dritter am Vertrag*, in H. KÖTZ, A. FLESSNER, *Europäisches Vertragsrecht*, I, Tübingen, 1992, III, *passim* (anche nella trad. ingl. *European Contract Law. Volume one: Formation, Validity, and Content of Contract; Contract and Third Parties*, a cura di T. WEIR, Oxford, 1997). Peraltro, pare che fenotipi diversi si possano isolare anche con riferimento alla responsabilità civile, v. a es. W. VAN GERVEN e alt., *Torts. Scope of protection*, Oxford, 1998, 2 ss.

⁹ In argomento, cfr. a es. P. TASCA, *Token-Based Business Models*, in T. Lynn, J.G. MOONEY, P. ROSATI (eds.), *Disrupting Finance: FinTech and Strategy in the 21st Century*, Cham, 2019, 135 ss.

¹⁰ Cfr., a es., J. GRIMMELMAN, *All Smart Contract Are Ambiguous*, 2 [2019] *Pa. J. Law Innov.* 1 ss.; W. BARFIELD (ed.), *The Cambridge Handbook of the Law of Algorithms*, Cambridge, 2020, ove spec. L. H. SCHOLZ, *Algorithms and Contract Law*, ivi, ch. 6; M. FINDLAY, *Globalisation, Populism, Pandemics and the Law: The Anarchy and the Ecstasy*, Cheltenham, 2021, 141.

delle cause della diffusione di atteggiamenti cassandriani o, all'opposto, panglossiani¹¹.

2. Diritto e intelligenza artificiale

Anche l'espressione "intelligenza artificiale" è tributaria del linguaggio metaforico. Fuor di metafora e al di là dell'esercizio dei poteri semiotici del legislatore (quello unionale si è espresso con l'*AI Act*), di per sé "intelligenza artificiale" è il nome di una specifica disciplina scientifica¹² che gli informatici tengono distinto dall'espressione *machine intelligence*¹³, ritenendo preferibile quest'ultima per alludere ai risultati prodotti dall'IA come disciplina nell'attuale stadio di suo sviluppo. Risultati che ne costituiscono manifestazioni deboli (*artificial narrow intelligence* o *ANI*): anche nei casi di impiego di (*artificial*) *neural networks*, del *machine learning*¹⁴

¹¹ A proposito delle valutazioni sull'impatto della televisione, dell'invasione delle immagini trasmesse, v. Z. BAUMAN, *Society under Siege*, Oxford, 2002, nella trad. it. di S. MINUCCI, ID., *La società sotto assedio*, Bari-Roma, 2005, rist. 2018, 168.

¹² Dopo che A.M. TURING, *Computing Machinery and Intelligence*, 59 [1950] *Mind* 433 ss., propose di individuare la macchina intelligente in base a un test che ne comprovasse l'abilità di emulare il comportamento umano così spiccata da rendersi indistinguibile quello dell'una da quello dell'altra, pare che la prima definizione dell'intelligenza artificiale sia stata fornita da JOHN MCCARTHY nel 1956, in occasione di una conferenza al Dartmouth College, nei seguenti termini: AI "*is the science and engineering of making intelligent machines, especially intelligent computer programs. It is related to the similar task of using computers to understand human intelligence, but AI does not have to confine itself to methods that are biologically observable*" (cfr., tra i tanti, G. SARTOR, *L'intelligenza artificiale e il diritto*, Torino, 2022, 143, nt. 27).

¹³ Per tutti, v. la serie di sette volumi pubblicati da B. MELTZER, D. MICHIE, *Machine Intelligence*, Edinburgh, 1967 – 1971, poi proseguita da D. MICHIE con diversi curatori fino al XV (K. FURUKAWA, D. MICHIE e S. MUGGLETON, *Machine Intelligence 15: Intelligent Agents*, Oxford, 1999) e, in seguito, da altri.

¹⁴ I fondamenti teorici alla base dell'elaborazione delle più recenti tecniche di IA sono relativamente datati, rimontando agli inizi dell'ultimo ventennio del secolo scorso la realizzazione delle archetipiche più moderne reti neurali (ma la storia delle artificial neural networks – o ANN – è ben più risalente e include almeno la realizzazione da parte di Warren McCulloch e Walter Pitts nel 1943 di quello che parrebbe il primo più semplice loro esemplare: cfr. J.A. ANDERSON e E. ROSENFELD (eds.), *Talking Nets. An Oral History of Neural Networks*, Cambridge, Mass. – London, 1998, ove, spec. J.D. COWAN, ivi, 97 ss., e L.N. COOPER, ivi, 71 ss.). La

e del più evoluto *deep learning* si è nel campo della *weak AI*, lontani dall'*artificial general intelligence* o *AGI* e ancor più dall'*artificial super intelligence* o *ASI*. Persino al cospetto di frutti che possono apparire assai evoluti, come i *large language models (LLMs)* o altre forme di elaborazione generativa, si tratta infatti di costrutti ancora collegati a modelli di matrice matematica logico-probabilistica, indipendentemente dal metodo di addestramento o apprendimento impiegato, tra i due estremi del *supervised* e dell'*unsupervised learning* che includono tra gli altri il *self-supervised*.

Di ciò sembra esservi traccia nel *AI Act*, ché distingue due categorie consistenti nel “sistema di IA” e nel “modello di IA”; e, per quanto definisca il primo lasciando in ombra il secondo, fa constare che del sistema il modello è un componente fondamentale. Un rapporto che si chiarisce ulteriormente alla luce delle indicazioni che si ricavano dalla comparazione, avuto in particolare riguardo all’esperienza statunitense in cui, con provvedimento presidenziale¹⁵, si è ripresa la definizione di

dottrina del *machine learnig* poggia sulla congettura che l’elaborazione analitica di dati tramite algoritmi informatici permette loro di estrarre ulteriori elementi di conoscenza, in questo senso acquisiti autonomamente: per esempio di individuare relazioni e modelli (patterns). La pratica verifica e concretizzazione di tale dottrina, tuttavia, ha dovuto attendere che si creassero le condizioni fattuali per sperimentarla convenientemente, realizzate soprattutto dalla disponibilità sia di strumenti dotati di capacità computazionale molto elevata, resi progressivamente disponibili dal progresso tecnico degli ultimi decenni; sia di una massa notevole di dati per l’addestramento. Tanto più in considerazione del *double descent phenomenon*, ossia il fenomeno della *double descent curve* dell’errore di *training* e *test* dei modelli di IA che l’indagine informatica ha fatto emergere: il fenomeno per cui all’aumentare dei parametri e, quindi, della complessità del modello oltre una certa soglia corrisponde una riduzione del grado di errore, dunque un miglioramento delle prestazioni; che è parso sorprendente, perché dissonante dai principi di parsimonia e semplicità che paiono caratterizzanti delle ipotesi tradizionali del *machine learning* relative all’*overfitting* (o sovradattamento d’un modello statistico molto complesso ai dati osservati); e che può essere sfruttato se si abbia la disponibilità d’una capacità computazionale molto elevata, poiché con l’incremento dei parametri crescono non solo la capacità e l’affidabilità del modello, ma anche l’entità delle risorse di calcolo che abbisognano. In tema, tra i tanti, cfr. T. ZHANG, *Mathematical Analysis of Machine Learning Algorithms*, Cambridge – New York – Melbourne – New Delhi – Singapore, 2023, 237 ss.

¹⁵ PotUS, *Executive Order*, October 30, 2023, n. 14110, *on the Safe, Secure, and Trustworthy Development and Use of Artificial Intelligence*.

intelligenza artificiale contenuta nello *United States Code*¹⁶ e s'è aggiunta quella di “*AI model*”¹⁷.

Ciò che testualmente emerge è che tanto i sistemi quanto i modelli di IA possono dare origine anche a “decisioni” e possono funzionare con autonomia, con “livelli di autonomia” “variabili”. Ma si tratta di un'autonomia limitata: doppiamente, perché è relativa, in quanto è autonomia di funzionamento rispetto all'intervento umano¹⁸; e perché è governata da “tecniche inferenziali”¹⁹. Il riferimento alle tecniche inferenziali (di inferenza logica e statistica) implica che, allo stadio attuale, i costrutti in esame siano sorretti da funzioni (o strutture) matematiche, inclusive di connettivi o operatori logici²⁰. Del resto, lo

¹⁶ 15 USC 9401(3), intitolato “Artificial intelligence” per cui «[t]he term “artificial intelligence” means a machine-based system that can, for a given set of human-defined objectives, make predictions, recommendations or decisions influencing real or virtual environments. Artificial intelligence systems use machine and human-based inputs to-(A) perceive real and virtual environments; (B) abstract such perceptions into models through analysis in an automated manner; and (C) use model inference to formulate options for information or action».

¹⁷ Sec. 3, lett. (c), PotUS, *Executive Order*, October 30, 2023, n. 14110: «[t]he term “AI model” means a component of an information system that implements AI technology and uses computational, statistical, or machine-learning techniques to produce outputs from a given set of inputs».

¹⁸ La “misura in cui il sistema di IA agisce autonomamente” è del resto collegata alla “possibilità che un essere umano annulli una decisione o una raccomandazione che potrebbe causare un danno potenziale” dall'art. 7, co. 1, lett. d), dell'AI Act, il cui art. 14, co. 3, nel medesimo senso aggiunge che “al livello di autonomia” (oltre che “al contesto di utilizzo” e “ai rischi”) “del sistema di IA” (qui “ad alto rischio”) “sono commisurate” le “misure di sorveglianza”, di cui provvede una tipizzazione.

¹⁹ In tema, v. pure la comunicazione della Commissione UE, *Approval of the content of the draft Communication from the Commission - Commission Guidelines on the definition of an artificial intelligence system established by Regulation (EU) 2024/1689 (AI Act)*, 6 febbraio 2025, C(2025) 924 final, che menziona la «*capability of AI systems to derive models or algorithms, or both, from inputs or data*», affacciando con ciò un «*concept of ‘inference’*» che non contraddirebbe «*the ISO/IEC 22989 standard, which defines inference ‘as reasoning by which conclusions are derived from known premises’*», siccome «*this standard includes an AI-specific note stating: ‘[i]n AI, a premise is either a fact, a rule, a model, a feature or raw data’*» (§ 27); e soggiunge che quella «*capability ... refers primarily, but is not limited to, the ‘building phase’ of the system and underlines the relevance of the techniques used for building a system*» (§ 28).

²⁰ Cfr., tra i tanti, I. MATZKEVICH e B. ABRAMSON, *The Topological Fusion of Bayes Nets*, in D.J. DUBOIS, M.P. WELLMAN e B. D'AMBROSIO, *Uncertainty in*

stesso addestramento e apprendimento dei modelli di IA è una fase necessaria di ottimizzazione delle accennate funzioni, dei parametri che caratterizzano lo specifico modello, attraverso processi di riduzione (o minimizzazione) dell'errore iterativi ben esemplificati dalla tecnica denominata *backpropagation*, che è utilizzata per l'affinamento del lavoro delle reti neurali artificiali²¹.

3. *Decisione, autonomia e volontà*

D'altro canto i modelli di IA non si risolvono in meri programmi informatici che impiegano algoritmi condizionali, per cui l'*output* non è senz'altro prevedibile a fronte di un *input* (pre)determinato, ma sconta margini di imponderabilità siccome la "decisione" consegue a un'elaborazione di dati rimessa al modello, che si serve di informazioni o conoscenze che può direttamente acquisire dall'ambiente o estrapolare dai dati che gli siano somministrati o che si sia procurato.

Artificial Intelligence. Proceedings of the Eighth Conference, San Mateo, 1992, 191 ss.; A. PLEBE, *Il linguaggio come calcolo: dalla logica di Boole alle reti neurali*, Roma, 2004, 194 e *passim*; A. SUBASI, *Applications of Artificial Intelligence in Healthcare and Biomedicine*, London – San Diego – Cambridge, Mass., 2024, 72; D. MECHKAROSKA et al., *Architectural Scalability of Conversational Chatbot: The Case of ChatGPT*, in K. ARAI (ed.), *Advances in Information and Communication: Proceedings of the 2024 Future of Information and Communication Conference (FICC)*, I, Cham, 2024, 54 ss. e, ivi, 56 s., e A. SHARMA et al., *Disease categorization and early detection using image processing technique*, in A. DAGUR et al., *Artificial Intelligence and Information Technologies. Proceedings of the 1st International Conference on Artificial Intelligence and Information Technologies (ICAIIIT 2023)*, Abingdon – Boca Raton, 2025, 156 ss. e, ivi, 159, entrambi pure per qualche esempio anche di metodologie; Di J. SCHAICH BORG, W. SINNOTT-ARMSTRONG, V. CONITZER, *Moral AI: And How We Get There*, Penguin, 2024, cap. 7; S. VALLOR, *The AI Mirror: How to Reclaim Our Humanity in an Age of Machine Thinking*, New York, 2024, 26 e *passim*; R. MARMO, *Algoritmi per l'intelligenza artificiale. Progettazione, Machine Learning, Neural Network, Deep Learning, ChatGPT, Python*, Milano, 2024, cap. 5.

²¹ Sulla tecnica in discorso, tra gli altri v. D. E. RUMELHART, R. DURBIN, R. GOLDEN E Y. CHAUVIN, *Backpropagation: The Basic Theory*, in Y. CHAUVIN e D.E. RUMELHART (eds.), *Backpropagation: Theory, Architectures, and Applications*, Hillsdale – Hove, 1995, 1 ss., e R. ROJAS, *Neural Networks. A Systematic Introduction*, Berlin – Heidelberg, 1996, 161 e *passim*; Y. AYDEDE, *Machine Learning Toolbox for Social Scientists: Applied Predictive Analytics with R*, Boca Raton, 2024, 324 ss.; F. ROS e R. RIAD, *Feature and Dimensionality Reduction for Clustering with Deep Learning*, Cham, 2024, 99 s. e *passim*.

Ciò nondimeno quei modelli non esprimono volontà, ma restano strumenti²² attesa la distanza concettuale tra decisione, autonomia e volontà.

Si può certamente ammettere che un modello di IA possa decidere, ma solo nell'accezione in cui l'espressione è impiegata nella teoria statistica delle decisioni o nella logica matematica. La decisione qui si approssima a una mera determinazione: il processo da cui scaturisce la decisione sconta vincoli che la rendono per così dire obbligata, poiché l'uscita è determinata dagli ingressi; e l'autonomia si riferisce al funzionamento dell'oggetto e, così, a una specifica capacità di governarsi e reggersi da sé che non integra l'umana autonomia che coinvolge la cosciente libertà di agire, di regolarsi e di determinarsi a proprio talento, persino cioè arbitrariamente. Né la volontà che presuppone quella coscienza che è fondamento pure di imputabilità e responsabilità dell'agire (umano) dal punto di vista della morale, religioso e giuridico, di talché resta ugualmente escluso che i modelli e i sistemi di IA abbiano (e compiano atti di) volontà.

Del resto, l'imprevedibilità degli esiti che può discenderne non è sinonimo di volontà. L'imprevedibilità è condizione necessaria, ma non sufficiente della libera scelta, che postula anche *“la rappresentazione delle diverse opzioni che è impossibile senza l'intenzionalità”*²³; e la volontà, casomai, si colloca a monte dell'impiego degli strumenti in considerazione. La circostanza che la decisione di un modello o, senz'altro, di un sistema di IA possa essere prevista come la causa efficiente in più immediata relazione con un fatto o con effetti giuridici

²² Una tale loro natura emerge, per esempio, dall'Informativa sulla logica sottostante i modelli di analisi del rischio basati sui dati dell'archivio dei rapporti finanziari (c.d. “Documento illustrativo della logica degli algoritmi”, reperibile all'indirizzo <https://www.agenziaentrate.gov.it/portale/documents/20143/5316839/Documento+il+lustrativo+della+logica+degli+algoritmi.pdf/672a3ef3-8cbf-a442-3b19-de910e751666>) in cui l'Agenzia delle entrate presenta i sistemi di IA come costrutti basati sulla statistica inferenziale utili per eseguire analisi probabilistiche al fine di individuare rischi fiscali anche ignoti, nonché di elaborare e applicare criteri di selezione per stimare la probabilità di concretizzazione di un rischio fiscale noto per individuare i casi maggiormente meritevoli di controllo (sull'utilizzabilità di tali sistemi, v. già l'art. 1, co. 682, l. 27 dicembre 2019, n. 160).

²³ V. E. AGAZZI, *Dimostrare l'esistenza dell'uomo*, Sesto San Giovanni, 2023, 207.

(in questo senso come causa più diretta e più prossima nel contesto dell'eziologia del fenomeno) non rende la decisione, il fatto, gli effetti pienamente autonomi. Ciò non elide la volontà antecedente, il ruolo dell'antefatto consistente nell'espressione della volontà, che la decisione in discorso casomai integra partecipando alla determinazione: una volontà i cui contenuti si completano *per relationem* a un esito, a un'indicazione che è demandato a quel sistema di precisare. Cosicché non è neppure configurabile una responsabilità per fatto proprio di un ipotetico modello o sistema soggetto, né lo è una responsabilità umana vicaria per fatto altrui (del sistema soggetto)²⁴.

Persino la *roulette* decide. Decide nel senso che determina²⁵ i vincitori secondo il prestabilito regolamento di gioco e l'adesione di quelli a questo. E, in disparte eventuali manipolazioni, lo fa senza una propria volontà, sebbene con autonomia di funzionamento: autonomia rispetto al *croupier* dopo l'attivazione dei movimenti; e vincolata dalla struttura dello strumento, dall'*input* delle forze impresse e dalle leggi della meccanica classica, che generano il risultato la cui casualità e imprevedibilità si dissolverebbero o almeno scemerebbero se l'osservatore conoscesse tutti i fattori prima del *rien ne va plus*²⁶.

²⁴ Cfr. anche A. GENTILI, *Regole per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. e impr.*, 2024, 1043 ss., spec. 1062 ss. In proposito, su soggettività, personalità e responsabilità la ricerca può utilmente muovere da G. TADDEI ELMI, *I diritti dell'intelligenza artificiale tra soggettività e valore: fantadiritto o ius condendum?*, ne *Il Meritevole di tutela*, a cura di L. LOMBARDI VALLAURI, Milano, 1990, 685 ss.; ID., *Logos e Intelligenza Artificiale*, in *Logos dell'essere e logos della norma*, a cura di L. LOMBARDI VALLAURI, Bari, 1999, 603 ss.; ID., *Introduzione alle lezioni su Roboetica: dall'algoritmo all'umanoide*, in *Roboetica. Dall'algoritmo all'umanoide. Ciclo di lezioni, negli Atti e memorie dell'Accademia toscana di Scienze e Lettere La Colombaria*, v. LXXXII, Firenze, 2018, 325 ss. V. pure almeno G. WAGNER, *Robot Liability*, in *Liability for Artificial Intelligence and the Internet of Things*, in S. LOHSSE, R. SCHULZE, D. STAUDENMAYER (eds.), *Liability for Artificial Intelligence and the Internet of Things: Munster Colloquia on Eu Law and the Digital Economy IV*, Baden-Baden, 2019, 27 ss.

²⁵ Sul carattere deterministico dei sistemi alla base del gioco della roulette o dei dadi, v. a es. G. TRAUTTEUR, *Il prigioniero libero*, Milano, 2020, cap. III, in fine. Sull'identificazione del determinismo con la prevedibilità (o predicibilità), v. critico E. AGAZZI, *Dimostrare l'esistenza dell'uomo*, cit., 207.

²⁶ Sempre con riguardo al gioco della roulette o dei dadi, si ritiene che il riferimento al "caso" sia "un abuso ontologico per nascondere l'impossibilità o quantomeno l'estrema difficoltà della conoscenza completa del sistema", v. G. TRAUTTEUR, op. loc. ult. citt.

Quanto si è osservato sembra trovare conferme se ci si pone nella prospettiva dei mercati finanziari e, più in generale, dei capitali, che non di rado rappresentano avanguardie. Fenomeni che in altri settori possono apparire nuovi possono invece risultare già sperimentati in seno al mercato dei capitali (per esempio, la dematerializzazione e la connessa revisione delle tecniche operative).

Il capitale, del resto, è costantemente alla ricerca di proficui impieghi e, dunque, predisposto a recepire l'innovazione e, anzi, a darvi impulso²⁷: in un'ottica di rafforzamento dell'efficienza, incluso il contenimento dei costi transattivi o di *agency*, e della sicurezza delle operazioni. Lo esemplificano la negoziazione c.d. algoritmica²⁸ e la sua specie²⁹ costituita dall'*high frequency trading*³⁰ che impiega *smart contracts*³¹ e che trova non solo datata applicazione nella prassi, ma

²⁷ Cfr. F. CAPRIGLIONE, *Innovazione finanziaria e attività di merchant banking*, in *Temi di discussione del Servizio Studi*, n. 85, Roma, 1987; ID., *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di R. LENER, G. LUCHENA E C. ROBUSTELLA, Torino, 2021, 63 ss.; e il volume a cura di P. DE CARLI, *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Milano, 2012.

²⁸ O, per meglio dire, automatizzata e, in particolare, attuata sulla base di un algoritmo informatizzato (cfr. art. 4, co. 1, n. 39, direttiva n. 2014/65/UE o MiFID II; e art. 1, co. 6-quinquies, 24 febbraio 1998, n. 58, o t.u.f., introdotto dal d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, attuativo della direttiva citata) che impiega parametri dispositivi prestabiliti: in tema, nell'ampia letteratura, v. A.L. SERRANO, *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*, ne *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance - mercati*, a cura di V. TROIANO E R. MOTRONI, Assago, 2016, 15 ss. e, ivi, 21 ss.; e, *amplius*, sull'*algorithmic trading*, G. SCOPINO, *Algo Bots and the Law: Technology, Automation, and the Regulation of Futures and Other Derivatives*, Cambridge – New York – Port Melbourne – New Delhi, 2020.

²⁹ Sull'indicato rapporto tra *trading* algoritmico e *high frequency trading* v. ESMA, *MiFID II Review Report. MiFID II/MiFIR review report on Algorithmic Trading*, 28 settembre 2021, ESMA70-156-4572, § 3.1, spec. punto 17: il secondo si qualifica per peculiare tecnica di cui si avvale, che implica la riduzione delle latenze, l'assenza di intervento umano (per il singolo ordine o negoziazione) e l'elevato traffico.

³⁰ Ossia della metodologia di investimento speculativo imperniata sugli scambi ad alta frequenza: v., a es., M.P. LERCH, *Algorithmic Trading and High-Frequency Trading*, in R. Veil (ed.), *European Capital Markets Law*, 2nd edn., Oxford – Portland, 2017, 477 ss., e P.H. CONAC, *Algorithmic trading and high-frequency trading*, in D. BUSCH, G. FERRARINI (eds.), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFIDII and MiFIR*, Oxford, 2017, 469 ss.

³¹ Cfr., a es., F. DI CIOMMO, *Gli smart contract e lo smarrimento del giurista nel mondo che cambia. Il caso dell'High Frequency Trading (HFT) finanziario*, cit., 159

anche una relativamente non recente disciplina³². Ma non si tratta dei soli casi.

4. Machine intelligence e mercato dei capitali

La *machine intelligence*, lo strumentario provvisto dall'IA nell'attuale stadio di sviluppo di tale disciplina, trova ampio impiego nel mercato dei capitali: sia in ambiti non immediatamente corrispondenti all'operatività, bensì a quest'ultima connessi; sia in seno alle dinamiche propriamente negoziali. Quanto ai primi, con riguardo per esempio ai moduli organizzativi degli intermediari e della vigilanza in funzione dei controlli di *compliance*, *RegTech* (*Regulatory*

ss.; LEE [J.], *Crypto-Finance, Law and Regulation: Governing an Emerging Ecosystem*, cit., cap. 2; K. JOHNSON, *Regulating Innovation: High Frequency Trading in Dark Pools*, 42 [2017] *J. Corp. L.* 833 ss.

³² In particolare nella c.d. MiFID II (direttiva n. 2014/65/UE, Market in Financial Instruments Directive), che ha abrogato la prima MiFID (direttiva 2004/39/CE, poi prorogata dalla direttiva UE n. 2016/1034, novellando la MiFID II) in parte rifluita nella MiFID II e in parte sostituita dal MiFIR (regolamento UE n. 600/2014). La MiFID II (subito integrata da atti delegati – regolamenti e direttive –, nonché orientamenti della ESMA: per un primo sintetico quadro, v. L.M. QUATTROCCHIO, *MiFID II e MiFIR. Il quadro europeo di riferimento*, in *Dir. ec. impr.*, 2018, 499 ss.) ha introdotto le due definizioni di *algorithmic trading* o «negoiazione algoritmica» (art. 4, par. 1, n. 39: “negoiazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoiazione delle operazioni eseguite”) e di *high-frequency algorithmic trading technique* o «tecnica di negoziazione algoritmica ad alta frequenza» [art. 4, par. 1, n. 40: “qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e c) elevato traffico infragiornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni”] e una disciplina del fenomeno (v. artt. 2, 17, 48, 90). Su taluni effetti, v. già H. DEGRYSE et al., *Cross-Venue Liquidity Provision: High Frequency Trading and Ghost Liquidity*, ESMA Working Paper No. 4, novembre 2020, ESMA/2020/ WP-2020-4.

Technology)³³ e *SupTech* (*Supervisory Technology* o *Technology for Supervisory Oversight*)³⁴ sono formule che alludono all'impiego di tecnologie di digitalizzazione e di sistemi di IA per assistere o verificare la conformità dell'*agere* nei mercati dei capitali alla normativa di settore o rilevare rischi per essa rilevanti.

Quanto alle accennate dinamiche, l'impiego della *machine intelligence* può qualificare il *trading* algoritmico e l'*high frequency trading*, che possono utilizzare evolute reti neurali in luogo di rigidi schemi contingenti (come nel caso di ordini condizionali di *stop loss* o *stop profit*). In questo caso, l'uso soggiace innanzi tutto alla specifica disciplina di settore che quei fenomeni trovano già a livello unionale e che è antecedente all'*AI Act* di più ampia portata.

Oppure quell'impiego può collocarsi in contesti in cui i sistemi di IA non sono causa prossima dell'operazione economico-giuridica, ma soltanto causa remota, ossia secondaria. Così, possono essere utilizzati per l'*asset allocation*: autonomamente dall'investitore; o nel quadro della prestazione dei servizi di investimento consistenti nella gestione di portafogli o nella consulenza in materia di investimenti; o, ancora, nell'esercizio dell'attività riservata di gestione collettiva del risparmio³⁵. In questi casi la decisione del sistema di IA resta confinata nel campo delle raccomandazioni eventualmente orientative di successive scelte, il che può spiegare perché questi usi – inclusi i *robo-advisor* e la *robo-advisory* che rappresentano una manifestazione della *fintech* – non trovino una puntuale disciplina di settore³⁶. Essi non sono

³³ Cfr., tra gli altri, D.W. ARNER et al., *FinTech and RegTech in a Nutshell, and the Future in a Sandbox*, CFA Institute Research Foundation, 2017, 1 ss., 14 s. e passim).

³⁴ Tra i tanti, v. H.J. ALLEN, *Driverless Finance. Fintech's Impact on Financial Stability*, New York, 2022, spec. 158 ss.; e P. MAZZARISI et al. (eds.), *A machine learning approach to support decision in insider trading detection*, nei *Quaderni Fintech*, n. 11, 2022.

³⁵ In tema, v. a es. N. LINCIANO et al., *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, nei *Quaderni Fintech*, n. 9, 2022.

³⁶ Per quanto non manchino manifestazioni di specifico interesse, in particolare a proposito della robo-advisory, sia da parte del legislatore (quanto al Parlamento UE, cfr. lo studio di A. FRAILE CARMONA et al., *Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech)*, Luxembourg, 2018, reperibile all'indirizzo web corrispondente [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU\(2018\)619027_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU(2018)619027_EN.pdf)); sia all'interno della *soft law* della competente autorità europea

esplicitamente menzionati dalla MiFID II, fermo restando che la disciplina recata da detta direttiva è loro applicabile nel suo complesso in quanto s'inquadrano in attività e servizi a essa assoggettati, con il corredo di obblighi di informazione e valutazione posti a carico degli intermediari che quelle svolgono e quelli prestano, con un limitato rilievo delle esenzioni³⁷. Il che sembra trovare conferma nell'*AI Act*, che allude ripetutamente all'uso dei sistemi di IA nel campo dei *financial services* facendo in tali casi salva l'applicazione del "*relevant Union financial services law*"³⁸.

Al di fuori dei mercati prettamente finanziari, un rilevante caso d'uso dei sistemi di IA è costituito dal loro impiego per il *credit scoring*. La valutazione del merito creditizio di chi formuli richieste di accesso al credito bancario è, per tradizione, un momento di notevole rilievo dell'esercizio dell'attività bancaria e, in genere, creditizia conforme al

di vigilanza. A quest'ultimo proposito, vengono soprattutto in rilievo le linee guida ESMA, *Final Report. Guidelines on certain aspects of the MIFID II suitability requirements*, 28 maggio 2018, ESMA35-43-869, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-43-869-_fr_on_guidelines_on_suitability.pdf, ma si possono pure cfr. gli orientamenti del Joint Committee of the ESAs (sia il Joint Committee Discussion Paper on automation in financial advice, 4 dicembre 2015, JC 2015 080, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2015_080_discussion_paper_on_automation_in_financial_advice.pdf, e il conseguente definitivo Report on automation in financial advice, 16 dicembre 2016, EBA BS 2016 422, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/About%20Us/Governance%20structure/JC/Publications/Reports/1042501/EBA%20BS%202016%20422%20%28JC%20SC%20CPFI%20Final%20Report%20on%20automated%20advice%20tools%29.pdf, su cui v. le considerazioni anche critiche di M.T. PARACAMPO, *I servizi di robo advisory tra algoritmi, evoluzioni tecnologiche e profili normativi, in Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di ID., vol. I, 2a ed., Torino, 2021, 201 ss., e ID., *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2016, primo suppl. al fasc. n. 4, 256 ss.; sia il successivo *Joint Committee Report on the results of the monitoring exercise on 'automation in financial advice'*, 5 settembre 2018, JC 2018-29, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2018_29_-_jc_report_on_automation_in_financial_advice.pdf).

³⁷ Si allude alle esenzioni contemplate dall'art. 3 della MiFID: cfr. W.G. RINGE e C. RUOF, *Robo advice – Legal and regulatory challenges*, in I. CHIU e G. DEIPENBROCK (eds.), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, Abingdon, New York, 2021, ch. 11, § 4.

³⁸ Cfr. artt. 17, par. 4; 18, par. 3; 19, par. 2; 26, par. 5 e 6; 72, par. 4; 74, par. 6.

prototipo classico *originate-to-hold* che conserva il credito e il rischio di credito in capo al finanziatore³⁹. Una tale valutazione si riallaccia⁴⁰ al principio di sana e prudente gestione e si compie sulla base di informazioni necessarie per stimare l'attitudine del potenziale sovvenuto a rimborsare il capitale prestatogli e a pagare gli interessi convenuti per il finanziamento, ossia eminentemente attinenti alla sua situazione economica e finanziaria (cfr. art. 120-*undecies* t.u.b.). Si tratta di informazioni che si prescrive che siano talora “necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate” (art. 120-*undecies* t.u.b.) e talaltra “adequate” (art. 124-*bis* t.u.b.) che si risolvono in dati che vanno appropriatamente esaminati sulla base di criteri di *scoring* o *rating*, tendenzialmente prestabiliti e oggettivi anche in ragione dei principi di non discriminazione e di inclusione finanziaria⁴¹. Da qui l'adozione di sistemi o modelli di *scoring* e la loro progressiva automatizzazione se non automazione, favorita dalle tecnologie provviste dall'intelligenza artificiale e, innanzi tutto, di *machine learning* che si sono rapidamente diffuse per la capacità di celere processamento di ingenti quantità di dati⁴².

5. *Segue: il credit scoring tra disciplina di settore e data protection*

L'uso dei sistemi di IA per la valutazione del merito creditizio è, dunque, prassi nota da tempo. Sul piano del diritto positivo, quest'ultima trova considerazione nell'*AI Act*, che classifica tali sistemi

³⁹ Ciò induce alla – e si manifesta nella – cura prestata dal finanziatore nella valutazione *ex ante* del merito creditizio: v., a es., D. DIAMOND e P. DYBVIG, *Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity*, in 91[1983] *J. of Political Ec.* 401 ss., e B. HOLMSTROM e J. TIROLE, *Private and Public Supply of Liquidity*, 106 [1998] *ivi* 1 ss.

⁴⁰ Anche negli orientamenti applicativi: v. Cass., 30 giugno 2021, n. 18610, in *Giur. comm.*, 2022, II, 1094 ss.

⁴¹ Cfr. il considerando n. 58 dell'*AI Act*. Dei principi di cui al testo, volendo, si può ravvisare traccia nell'art. 120-*undecies* t.u.b. Sul primo, v. a es. A. GENTILI, *Il principio di non discriminazione nei rapporti civili*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2009, 207 ss.

⁴² Cfr. E. BONACCORSI DI PATTI et al., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 721, 2022.

tra quelli ad alto rischio⁴³ sul duplice rilievo che incidono sull'accesso alle risorse finanziarie o a servizi essenziali e possono comportare discriminazioni⁴⁴. Ma una disciplina dei sistemi in parola a livello di ordinamento di settore è preesistente. Non si allude tanto alla normativa nazionale delle operazioni di credito ai consumatori (v. art. 124-*bis* t.u.b.), del credito immobiliare ai consumatori (v. art. 120-*undecies*, ma v. pure gli artt. 120-*novies* e 120-*quaterdecies* t.u.b.) o del sovraindebitamento (v. art. 9, co. 3-*bis*, lett. e, nonché co. 3-*bis*.2, e art. 14-*quaterdecies*, co. 5, l. 27 gennaio 2012, n. 3) che contiene regole che, a diversi fini, si riferiscono alla valutazione del merito creditizio. Si allude piuttosto a disposizioni concernenti le modalità di *credit scoring* contenute nella normativa speciale di fonte comunitaria riguardante la vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento che complessivamente risulta dalla *Capital Requirements Directives* (CRD)⁴⁵ e dal *Capital Requirements Regulation* (CRR)⁴⁶; e alla quale si affianca la *soft law*⁴⁷.

⁴³ V. l'allegato III (n. 5, lett. b) in relazione all'art. 6, par. 2.

⁴⁴ V. il considerando n. 58 dell'*AI Act*.

⁴⁵ Direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 26 giugno 2013, n. 2013/36, di cui si sono avvicendate varie versioni: la V corrisponde alla disciplina vigente, ma ne esiste una sesta conseguente alla direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 31 maggio 2024, n. 2024/1619, di cui si attende il recepimento (sui contenuti della novella da recata dalla direttiva da ultimo menzionata, tra i primi e sinteticamente v. M. CALLEGARI e E.R. DESANA, *Dalla Riforma Draghi alla Legge Capitali*, in *Giur. it.*, 2024, 2480 ss. e, ivi, 2481, nonché M. MENINI, *Le novità in tema di incompatibilità nelle Autorità di vigilanza finanziaria* (art. 21), ivi, 2024, 2760 ss., spec. 2762).

⁴⁶ Regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 26 giugno 2013, n. 575/2013, di cui pure si sono avvicendate diverse versioni, l'ultima delle quali è la III: risultante dal regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 31 maggio 2024, n. 2024/1623, si è resa applicabile – a seconda dei casi – dal 1° gennaio 2025 o dal 9 luglio 2024 (cfr., a.es., A. BERTI, *Entrata in vigore della CRR3 e mutamenti del rapporto banca-impresa*, in *Bilancio e revisione*, 2024, n. 12, 23 ss.).

⁴⁷ V., per quanto qui rileva a proposito della valutazione del merito creditizio, EBA, Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, 29 maggio 2020, ABE/GL/2020/06, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/Translations/886685/Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring_COR_IT.pdf; e BCE, Guida alla valutazione delle domande di autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria degli enti creditizi fintech, marzo

Se la CRD si occupa della valutazione del merito creditizio⁴⁸ ove disciplina i metodi interni per il calcolo dei requisiti in materia di fondi propri (art. 77) e il rischio di credito e di controparte (art. 79) al limitato fine di proibire di fare affidamento esclusivamente o meccanicamente su “rating del credito esterni”⁴⁹, il CRR pone una regolamentazione assai articolata e puntuale delle valutazioni del rischio di credito e del merito di credito⁵⁰. Nell’ambito di quest’ultima, in seno alle disposizioni raccolte nel capo che si riferisce al “metodo basato sui rating interni” (artt. 142 ss.), assumono peculiare rilievo gli artt. 174 e 175. La disciplina comunitaria di settore non solo da tempo impone agli intermediari creditizi metodi di *credit scoring* alimentati da informazioni adeguate, ma contiene precisazioni sull’uso dei sistemi fondati su “metodi statistici o altri metodi matematici” – *alias* sistemi di IA – che un tempo avevano solo facoltà di utilizzare, mentre ora è

2018, spec. 9, https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_fintech_credit_inst_licensing.it.pdf, licenziata a fronte della proliferazione delle fintech banks e della loro tendenza a esternalizzare la valutazione del merito credito per chiarire, in un’ottica di vigilanza prudenziale, la soggezione a specifica valutazione della struttura del processo sotteso alla decisione dell’intermediario creditizio di concedere o meno il finanziamento.

⁴⁸ Già nei considerando nn. 73 e 75.

⁴⁹ V. gli artt. 77 (intitolato ai “[m]etodi interni per il calcolo dei requisiti in materia di fondi propri), par. 2, e 79 (intitolato al “[r]ischio di credito e di controparte), lett. b.

⁵⁰ V. nella parte 3 dedicata ai “requisiti patrimoniali”, in seno al titolo II (artt. 107 ss.) relativo ai “requisiti patrimoniali per il rischio di credito”, il capo 2 (artt. 111 ss.) concernente il “metodo standardizzato” e, all’interno di quest’ultimo, la sezione 3 (artt. 135 ss.) in cui è normata l’utilizzabilità delle valutazioni esterne del merito di credito in particolare delle *External Credit Assessment Institutions* (ECAI) ivi menzionate; e che è integrata dalla successiva sezione 4 (artt. 138 ss.) sull’“impiego delle valutazioni del merito di credito delle ECAI ai fini della determinazione dei fattori di ponderazione del rischio”. Nel successivo capo 3 (artt. 142 ss.) è invece disciplinato il “metodo basato sui rating interni”. Si aggiungono, quanto alle operazioni di cartolarizzazione regolate nel capo 5 (artt. 242 ss.) del medesimo titolo II della parte 3, le disposizioni contenute nella sezione 4 di tale capo relativa, nuovamente, alle “valutazioni esterne del merito di credito” (artt. 267 ss.); e, quanto alle “esposizioni al rischio di credito trasferito” a cui è intitolata la parte 5 (artt. 404 ss.), l’art. 406, par. 2, incluso nel titolo II di detta parte che attiene ai “requisiti a carico degli enti investitori”.

previsto che debbano impiegare⁵¹. E tali precisazioni consistono, tra l'altro in ciò che i soggetti vigilati devono procedere a una ciclica validazione del modello che comprenda la sorveglianza sulle prestazioni e il raffronto periodico delle risultanze con gli esiti effettivi e combinare il modello statistico con la valutazione e la revisione umana⁵², nonché dotarsi d'una documentazione inclusiva sia della descrizione dettagliata della teoria, delle ipotesi e delle basi matematiche ed empiriche su cui si fonda l'assegnazione delle stime, sia dell'indicazione delle fonti dei dati utilizzate per costruire il modello⁵³.

⁵¹ Il citato regolamento UE n. 2024/1623, ha novellato la prima proposizione e la lett. a) dell'art. 174, inserendo inoltre un nuovo cpv. in fine in cui è in parte rifluito il testo precedentemente contenuto nella lett. a). Mentre in precedenza la disposizione contemplava prescrizioni applicabili “[s]e l'ente utilizza modelli statistici ed altri metodi automatici per l'assegnazione delle esposizioni a classi o a pool relativi a debitori o ad operazioni”, ora la nuova versione prevede che “[g]li enti utilizzano metodi statistici o altri metodi matematici (“modelli”) per l'assegnazione delle esposizioni a debitori o a classi o a pool relativi a operazioni”. Solo in quel caso la disposizione prevedeva che fossero soddisfatti taluni requisiti.

⁵² Così l'art. 174, lett. d) e lett. e), CRR, già prima – come già si è segnalato – delle modifiche introdotte dal regolamento UE n. 2024/1623.

⁵³ Così l'inalterato art. 175, par. 4, lett. a), CRR. Secondo la disposizione intitolata alla “documentazione dei sistemi di rating”, tra l'altro “[g]li enti documentano l'assetto e i particolari operativi dei propri sistemi di rating. La documentazione comprova l'osservanza dei requisiti di cui alla presente sezione e affronta aspetti quali la differenziazione del portafoglio, i criteri di rating, le responsabilità degli addetti alla valutazione dei debitori e delle esposizioni, la frequenza delle verifiche sulle assegnazioni e la supervisione del processo di rating da parte della dirigenza”.

Inoltre, si allude al *General Data Protection Regulation* (GDPR)⁵⁴, di cui vengono in rilievo gli artt. 9⁵⁵, 13 e 15⁵⁶, nonché soprattutto 22.

⁵⁴ Regolamento (UE) del Parlamento europeo e del Consiglio, 27 aprile 2016, n. 2016/679, su cui, tra i tanti, v. il volume a cura di F. BRAVO, *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, Pisa, 2023.

⁵⁵ Esso pone il generale divieto di trattamento di particolari categorie di dati c.d. “sensibili” salvo che operi una delle esenzioni colà previste. Una disposizione che trova applicazione anche in relazione a trattamenti di tali dati per scopi decisionali automatizzati, in relazione ai quali è peraltro integrata dall’art. 22, par. 4, che limita i casi di esenzione; e che assume rilievo pure in relazione alle prescrizioni della seconda Credit Consumer Directive (CCD II: direttiva UE del Parlamento europeo e del Consiglio, 18 ottobre 2023, n. 2023/2225), con particolare riguardo all’art. 18, par. 3, di quest’ultima. Sulla portata dell’art. 9 del GDPR, cfr. a es. G. BIANCHEDI e C. Modica, *Il principio di liceità*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 55 ss. e, ivi, 56, 58, 67, 76, 78 s., 82 e 106; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, ivi, 185 ss, spec. 214 e 228; C. CHILIN e D. SBORLINI, *Il principio di necessità*, ivi, 369 ss, spec. 388 e 391 s.; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, ivi, 457 ss, spec. 499, nt. 92; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, ivi, 501 ss., spec. 516, nt. 45 s.

⁵⁶ Là dove contemplano entrambi (l’art. 13, par. 2, lett. f, e l’art. 15, par. 1, lett. h, conformando il “[d]iritto di accesso dell’interessato”) l’obbligo del titolare del trattamento di informare l’interessato dell’“esistenza di un processo decisionale automatizzato”, in aderenza agli artt. 8 e 9 della Convenzione del Consiglio d’Europa sulla protezione delle persone rispetto al trattamento automatizzato di dati a carattere personale (Strasburgo, 28 gennaio 1981, c.d. “Convenzione 108+” nel testo risultante dal “Protocollo di modifica alla Convenzione sulla protezione delle persone rispetto al trattamento automatizzato di dati a carattere personale, fatto a Strasburgo il 10 ottobre 2018”) anche al lume del relativo *Explanatory report* (§ 77) reperibile all’indirizzo [https://search.coe.int/cm/#{%22CoEIdentifier%22:\[%2209000016808a08a6%22\],%22sort%22:\[%22CoEValidationDate%20Descending%22\]}.](https://search.coe.int/cm/#{%22CoEIdentifier%22:[%2209000016808a08a6%22],%22sort%22:[%22CoEValidationDate%20Descending%22]}) Sulla portata dell’art. 13 del GDPR, cfr. a es. G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 73; Di G. CIOLLO, *Il principio di correttezza*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 107 ss., spec. 136; F. CILIA, S. DALLE NOGARE e R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, ivi, 141 ss., spec. 151, 162, 170 e 178; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, cit., 212 e 220; C. BASUNTI, *Il principio di proporzionalità*, in *Dati personali. Protezione, libera circolazione e governance*. 1. Principi, cit., 411 ss., spec. 438; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, ivi, 462; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 513 s., 515 e 518, nt. 52. Sulla portata dell’art. 15 del GDPR, cfr. a es. F. BRAVO, *I principi in materia di protezione dei dati personali. Dalla “riscrittura” delle tavole dei valori alla “rilettura” nel diritto vivente, nel solco delle rules of construction*, in *Dati*

Per tale ultima disposizione l'interessato ha "il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona" (par. 1), salvo che ricorra una delle esenzioni (par. 2). Queste ultime includono il "caso in cui la decisione ... sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento" (par. 2, lett. a), ma in tale eventualità l'interessato deve avere "almeno il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione"; e ferma restando l'inutilizzabilità, ai fini della decisione, delle categorie particolari di dati personali di cui all'art. 9, par. 1, a meno che "non sia d'applicazione l'articolo 9, paragrafo 2, lettere a) o g), e non siano in vigore misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato".

Così delineata la portata⁵⁷, l'art. 22 citato ha un ambito di applicazione in cui ricade il *credit scoring* mediante sistemi di IA, persino se la valutazione del merito creditizio con tali modalità sia esternalizzata dal finanziatore, sia cioè affidata a un terzo⁵⁸. E ha contenuti prescrittivi che riecheggiano in una successiva disposizione speciale preordinata a trovare specifica applicazione alla valutazione

personali. Protezione, libera circolazione e governance. 1. Principi, a cura di F. BRAVO, cit., 1 ss., spec. 9; G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 90, nt. 137; F. CILIA, S. DALLE NOGARE e R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 150, nt. 35, e 183; A. INCERTI, *Il principio di limitazione delle finalità*, cit., 212, nt. 127; C. BASUNTI, *Il principio di proporzionalità*, cit., 439, nt. 87; e F. ALBANESE e I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 519, nt. 52.

⁵⁷ Cfr. a es. F. CILIA, S. DALLE NOGARE, R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 160 ss.; cfr. pure F. BRAVO, *I principi in materia di protezione dei dati personali. Dalla "riscrittura" delle tavole dei valori alla "rilettura" nel diritto vivente, nel solco delle rules of construction*, cit., 29; G. BIANCHEDI e C. MODICA, *Il principio di liceità*, cit., 62, 81, 82, nt. 108, 90, nt. 137; F. CILIA, S. DALLE NOGARE, R. POZZI, *Il principio di trasparenza*, cit., 150, 154, 156, nt. 56, e 180; S. FAILLACE, *Il principio di privacy by design e privacy by default*, cit., 475, nt. 46; F. ALBANESE, I. CARDINALI, *Il principio di responsabilizzazione (accountability)*, cit., 514.

⁵⁸ In tal senso, v. Corte Giust. UE, 7 dicembre 2023, causa n. 634/21, ECLI:EU:C:2023:957, su cui si possono cfr. le note di E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di "scoring" creditizio*, in *Dir. inf.*, 2024, 110 ss., e F. D'ORAZIO, *Il "credit scoring" e l'art. 22 del GDPR al vaglio della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2024, 410 ss.

del merito creditizio funzionale all'eventuale conclusione di contratti di credito ai consumatori. L'art. 19, par. 8, della CCD II infatti, con riguardo alle operazioni di credito a cui si riferisce, prevede che qualora la valutazione del merito creditizio del consumatore "comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali ... il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano, che consiste nel diritto: a) di chiedere ed ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato dei dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione; b) di esprimere la propria opinione al creditore; e c) di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte" dell'intermediario creditizio. È inoltre previsto che il consumatore "sia informato del diritto" in discorso (par. 8, u.c.): "[s]e del caso" l'intermediario "è tenuto a informare il consumatore del fatto che la valutazione del merito creditizio è basata sul trattamento automatizzato di dati come anche del diritto del consumatore a una valutazione umana e della procedura per contestare la decisione" (par. 9)⁵⁹.

6. *Sul ruolo della volontà negoziale*

I casi d'uso dei sistemi di IA nel mercato dei capitali e la disciplina speciale che essi trovano nelle normative settoriali mostrano che quei sistemi non elidono l'intervento umano e il ruolo della volontà negoziale, bensì hanno natura di strumenti di cui quest'ultima si serve. Ciò non solo nelle ipotesi in cui il sistema di IA non sia causa prossima dell'operazione economico-giuridica, ma solo remota, quando cioè la decisione che esso affacci resti confinata nell'area delle raccomandazioni che possono essere recepite o rigettate, come accade nella consulenza finanziaria e nell'ambito delle attività gestorie se l'apparato sia impiegato per ricavarne un'ipotesi di *asset allocation*. E come accade altresì con riferimento al *credit scoring* effettuato con l'ausilio di sistemi di IA: ché non solo la decisione macchinica non elide la volontà, neppure quella dell'intermediario creditizio che è comunque

⁵⁹ V. pure i considerando nn. 46 e 56, nonché l'art. 10, par. 5, lett. m), e art. 11, par. 4, lett. h), e l'art. 13.

chiamato – tenendone conto – ad assentire o rifiutare, ma sono previste cautele e premure che gli impongono l'intervento umano sia nel rapporto con lo strumento, sia nella relazione con l'interessato all'erogazione di credito.

L'umana volontà negoziale residua invero il proprio ruolo rispetto ai sistemi di IA anche quando abbiano funzione immediatamente dispositiva, in cui appaiano causa diretta dell'operazione economico-giuridica, come accade in occasione del *trading* algoritmico e, dunque, pure dell'*high frequency trading* allorché algoritmi informatici determinano il contenuto delle operazioni, ossia degli ordini, provvedendo inoltre a impartirli affinché trovino esecuzione sul mercato. Indipendentemente dalle prerogative di controllo e sorveglianza umane su tali dinamiche, dell'accennata forma tecnica dell'operatività sui mercati finanziari la volontà resta l'antecedente che non scolora in una mera causa remota.

La circostanza che nell'eziologia del fenomeno la decisione del sistema di IA sia la causa efficiente in più immediata relazione con il compimento dell'operazione (con l'aristotelica *causa finalis*), ossia più diretta, più prossima, più vicina allo scambio che si perfezioni conformemente alla decisione medesima non esclude che la volontà negoziale sia anch'essa un'indispensabile causa efficiente. Solo, si configura come causa prossima un poco più lontana dall'effetto lasciando spazio lungo la distanza che da esso la separa all'inserimento della risoluzione macchinica affinché vi si conformi il contenuto dell'operazione voluta, inteso come il complesso degli effetti voluti. La volontà ha il ruolo del necessario anafatto che attiva il procedimento all'esito del quale si perfeziona l'operazione economico-giuridica; e nell'ambito del quale la decisione del sistema di IA integra la volontà, nel senso che partecipa alla determinazione dei contenuti che si completano *per relationem* alla decisione demandata a quel sistema⁶⁰.

Il che trova persino traccia sul piano delle scelte legislative, atteso che per la MiFID II nella negoziazione algoritmica “un algoritmo

⁶⁰ Del resto la tecnica del rinvio della volontà negoziale ad elementi estrinseci all'atto per la determinazione dei contenuti comprende un'ampia varietà di realtà disomogenee (dati estranei, fonti esterne, alcunché di estrinseco): v. G. BONILINI, *Il negozio testamentario*, nel *Trattato delle successioni e delle donazioni*, a cura di G. BONILINI, vol. 2, Milano, 2009, 3 ss. e, ivi, 47 ss., anche per la ricostruzione degli indirizzi dottrinali in proposito formati.

informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini” (art. 4, par. 1, n. 39), così collocandone il compito nella sfera delle determinazioni e non delle volizioni. La volontà negoziale è espressa a monte e si precisa in ciò che sono voluti gli effetti la cui determinazione è demandata *per relationem* all’*output* generato dallo strumento prescelto, voluto.

Del resto, il ruolo della volontà negoziale, dell’integrità del consenso, del consenso informato appaiono centrali nel quadro delle discipline di settore che attengono al mercato dei capitali, per quanto carente possa dirsi la negoziabilità del regolamento contrattuale che non è indispensabile presupposto per scorgere volontà e consenso⁶¹. Di ciò sembrano indici le numerose prescrizioni di forma e i complementari obblighi di munire i contratti d’un contenuto minimo prestabilito; oppure le regole che ulteriormente declinano gli indicati oneri per gli intermediari imponendo la standardizzazione *lato sensu* legislativa dei modelli negoziali da loro impiegati, che assiste la comparabilità dei contenuti; ancora gli articolati obblighi informativi sia precontrattuali sia nella fase di esecuzione dei contratti, tipizzati a carico degli intermediari; infine, il sindacato di adeguatezza o appropriatezza dell’operazione rispetto alle caratteristiche del cliente a cui l’intermediario è tenuto. Giudizi, questi, che possono essere automatizzati, ma vanno diretti all’investitore di cui sollecitano la scelta consapevole⁶².

L’accennata centralità del ruolo della volontà negoziale può del resto riallacciarsi alle teorie economiche che maggiormente hanno ispirato le discipline settoriali del mercato dei capitali che sono di matrice neoclassica e neoliberale, assumono la razionalità degli agenti del mercato e ne sostengono la libertà, chiamando il diritto a predisporre gli strumenti di base, ma a farsi altresì garante delle dinamiche del mercato e a presidiare l’una e l’altra⁶³. Ma può riallacciarsi pure ai

⁶¹ Cfr. A. GENTILI, *La volontà nel contesto digitale: interessi del mercato e diritti delle persone*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2022, 701 ss.; e, *amplius*, v. quanto già s’è osservato ne *La trasparenza del contratto. Per un’analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Milano, 2011, 63 ss.

⁶² V. gli artt. 40 ss. e 42 del regolamento in materia di intermediari adottato con delibera Consob 15 febbraio 2018, n. 20307, e s.s.m.

⁶³ Per un quadro, v. A. GENTILI, *Il diritto regolatorio*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, suppl. al fasc. I, 23 ss.

rilievi della *behavioural economics* che ha segnalato il rischio di fallimenti cognitivi e della razionalità limitata, che giustificano regole integrative intese a ridurre le asimmetrie informative, a garantire l'effettività del consenso.

Se la determinazione *per relationem* del contenuto del negozio non è una pratica recente, non mancano originalità che dipendono dal ricorso ai sistemi di IA nel quadro delle dinamiche del mercato, in particolare dei capitali. Si può ritenere che novità riguardino il procedimento di formazione del contratto che, peraltro, non si riporta a un unico paradigma legal-tipico, ma a una varietà di schemi che – si opina – potrebbe essere persino alimentata dall'autonomia delle parti⁶⁴. O, più in generale per tener conto della struttura dei mercati finanziari regolamentati che si caratterizzano per un accentuato grado di intermediazione che comporta l'interposizione di diverse categorie di soggetti tra gli ordini di investimento e di disinvestimento, si può ritenere che novità riguardino il procedimento di espressione della volontà negoziale: cambiano le tecniche di sua manifestazione (che può essere affidata al sistema di IA) e di confezionamento dei contenuti di cui è riempito l'atto (innanzi tutto unilaterale) di volontà, ossia di specificazione degli effetti voluti.

Risulta o, almeno, può risultare particolarmente dilatata, espansa la determinazione *per relationem* dei connotati dell'operazione voluta. L'iniziale manifestazione di volontà può risultare addirittura minimale, confinata alla scelta del genere di operazione (in termini anche piuttosto generici) e delle modalità con cui confezionarla e attuarla, segnatamente dello strumento prescelto a cui rimettere le decisioni funzionali al completamento dell'iniziale atto volitivo, scarno eppure implicante, con contenuti più o meno precisi.

Alla decisione provvista da algoritmi informatici può essere demandato persino l'*an* dell'operazione, oltre che il prezzo, che può però rimanere addirittura indeterminato così come lo resta l'identità dell'oblato. Ciò peraltro non stupisce perché non è una novità, ma una caratteristica delle operazioni che si compiono sui mercati finanziari regolamentati. Già al tempo della negoziazione “alle grida” degli agenti

⁶⁴ V. A.M. BENEDETTI, *Autonomia privata e procedimentale. La formazione del contratto fra legge e volontà delle parti*, Torino, 2002, a es. 389, nt. 63, e *passim*.

di cambio⁶⁵ l'anonimato delle parti del contratto di borsa non era di ostacolo alla compravendita tramite commissionari; così come nota era la prassi degli ordini "al meglio", senza cioè l'indicazione di un prezzo⁶⁶ che si rendeva e si rende determinabile in relazione al livello di prezzo tempo per tempo registrato nella *trading venue* in cui l'ordine trovi ospitalità. Allora come ora, posto che oggidi nei mercati finanziari regolamentati l'incontro di ordini senza oblati predeterminati è orchestrato da sistemi informatici a cui sono affidati gli scambi nelle sedi di negoziazione degli strumenti finanziari. Con l'ulteriore precisazione che l'anonimato, tal che chi compri ignora l'identità di chi venda sui menzionati mercati e viceversa, non è conseguenza dell'elevato grado di intermediazione, atteso che l'anonimia caratterizza altresì manifestazioni della c.d. *decentralized finance* (o DeFi)⁶⁷ che si regge sul ricorso, dal punto di vista infrastrutturale, alle DLTs.

⁶⁵ V. la voce di C. COLTRO CAMPI, *Borsa valori*, in *Noviss. Dig. it.*, App., I, Torino, 1980, 895 ss.; ID., *Borsa (contratti di)*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. comm.*, II, Torino, 1987, 171 ss.; e, sinteticamente, F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, 1, Padova, 1990, 153.

⁶⁶ Sulle accennate prassi negoziali, cfr. C. COLTRO CAMPI, *I contratti di borsa nella giurisprudenza*, Padova, 1963; ID., *Osservazioni su ordini di borsa e usi di borsa*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1978, II, 129 ss.; ID., *Alcune considerazioni (apparentemente tardive) sul divieto per l'agente di cambio di concludere in proprio operazioni di borsa anche attraverso procuratori, dipendenti o familiari*, ivi, 1981, I, 351 ss.; B. COMUNALE, *L'ordine di borsa*, Milano, 1981.

⁶⁷ Per un inquadramento del fenomeno a livello istituzionale, cfr. FSB - *Financial stability board, Decentralised financial technologies. Report on financial stability, regulatory and governance implications*, 6 June 2019, reperibile all'indirizzo web corrispondente allo URL <https://www.fsb.org/uploads/P060619.pdf>; EU Commission, *Decentralized Finance: information frictions and public policies. Approaching the regulation and supervision of decentralized finance*, June 2022, https://finance.ec.europa.eu/system/files/2022-10/finance-events-221021-report_en.pdf; Banca D'Italia, *Comunicazione in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, giugno 2022, <https://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/2022/cripto/Comunicazioni-della-Banca-d-Italia-DLT-cripto.pdf>; BIS - Bank for International Settlements, *The crypto ecosystem: key elements and risks*, July 2023, <https://www.bis.org/publ/othp72.pdf>; ESMA, *Decentralised Finance in the EU: Developments and Risks*, 11th October 2023, ESMA50-2085271018-3349, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-10/ESMA50-2085271018-3349_TRV_Article_Decentralised_Finance_in_the_EU_Developments_and_Risks.p

df; IOSCO - International Organization of Securities Commissions, Final Report with Policy Recommendations for Decentralised Finance, December 2023, FR/14/23. Nell'ormai estesa letteratura formatasi sul tema, cfr. L. GUDGEON, D. PÉREZ, D. HARZ, B. LIVSHITS, A. GERVAIS, *The Decentralized Financial Crisis*, in *Crypto Valley Conference on Blockchain Technology*, Rotkreuz, 2020, 1 ss.; G. CALDARELLI ed J. ELLUL, *The Blockchain Oracle Problem in Decentralized Finance—A Multivocal Approach*, in *Appl. Sci.*, 2021, 7572 ss., <https://doi.org/10.3390/app11167572>; D.A. ZETZSCHE, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *Decentralized Finance*, 6 [2020] *J. Fin. Reg.* 172 ss.; L. ANKER-SØRENSEN, D.A. ZETZSCHE, *From Centralized to Decentralized Finance – The Issue of ‘Fake-DeFi’*, 2021, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3978815; S. ARAMONTE, W. HUANG, A. SCHRIMPF, *DeFi risks and the decentralisation illusion*, in *BIS Quarterly Review*, December 2021, 21 ss., https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2112b.pdf; C.R. HARVEY, *DeFi and the Future of Finance*, Hoboken, 2021; F. SCHÄR, *Decentralized Finance: On Blockchain – and Smart Contract-Based Financial Markets*, 103 [2021] (2) *Fed. Res. Bank St. Louis Rev.* 153 ss., <https://doi.org/10.20955/r.103.153-74>; R. USHIDA e J. ANGEL, *Regulatory Considerations on Centralized Aspects of DeFi Managed by DAOs*, in M. BERNHARD et al. (eds.), *Financial Cryptography and Data Security. FC 2021 International Workshops*, Berlin – Heidelberg, 2021, 21 ss.; S. BOYKEY SIDLEY, S. DINGLE, *Beyond Bitcoin*, London, 2022; I. MAKAROV, A. SCHOAR, *Cryptocurrencies and Decentralized Finance (DeFi)*, in *BIS Working Papers*, n. 1061, December 2022; I. H-Y CHIU, *The Application of the EU Markets in Crypto-asset Regulation to Decentralised Finance*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 38 [2023] *J.I.B.L.R.* 432 ss.; e sul mutevole atteggiarsi (del grado) della decentralizzazione, v. A. WALCH, *Deconstructing ‘Decentralization’: Exploring the Core Claim of Crypto Systems*, in C. BRUMMER (ed.), *Cryptoassets. Legal, Regulatory, and Monetary Perspectives*, Oxford, 2019, 39 ss. In tema, con particolare riguardo al DLT Pilot Regime, v. J. MCCARTHY, *From childish things: the evolving sandbox approach in the EU’s regulation of financial technology*, in 15 [2023] *Law, Innovation & Technology* 1 ss.; R. PRIEM, *A European distributed ledger technology pilot regime for market infrastructures: finding a balance between innovation, investor protection and financial stability*, in 30 [2022] *J.F.R. & C.* 371 ss.; e G. ZACCARONI, *Decentralized Finance and EU Law: The Regulation on a Pilot Regime for Market Infrastructures Based on Distributed Ledger Technology*, in *European Papers*, 2022, 601 ss. V. altresì R. LENER e S.L. FURNARI, *La “decentralizzazione” dei mercati finanziari. Innovazione tecnologica e nuove istanze di regolamentazione*, in *Temi e problemi di diritto dell'economia. Liber amicorum Laura Ammannati*, a cura di A. CANEPA e G.L. GRECO, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2024, Supplemento al fasc. n. 1/2024, 447 ss.; il volume a cura di S.L. FURNARI, *La Finanza Decentralizzata. Cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*, Roma, 2023; E. PRANDIN, *Decentralized Finance: A new challenge for Regulators*, in *Bocconi Legal Papers*, n. 16, 2021, 51 ss.

Il che si spiega poiché, soprattutto in quei mercati, interessa eminentemente lo scambio in sé⁶⁸ indipendentemente dal soggetto con cui avvenga. Da qui l'indifferenza per l'identità della controparte, assecondata da un contesto operativo fortemente proceduralizzato dalla disciplina di settore, che è contraddistinto da un'articolazione e una complessità notevolmente accresciute rispetto alla borsa delle grida poiché vi operano diverse categorie di intermediari⁶⁹ al cui vertice si collocano le controparti centrali⁷⁰; e che è congegnato per assicurare (e accrescere la fiducia nel) l'ordinata esecuzione delle operazioni di mercato pure in situazioni di *shock* (incluso l'inadempimento), che costituisce finalità già perseguita dalla disciplina nazionale anteriore alla c.d. legge s.i.m.⁷¹ e, poi, conservata dalla successiva evoluzione della normativa impressa dai provvedimenti comunitari di armonizzazione degli ordinamenti nazionali europei.

Un'indifferenza che testimonia una marcata oggettivazione dello scambio⁷², che tra l'altro riduce gli spazi di rilevanza dell'errore; e che

⁶⁸ In una prospettiva di teoria generale del contratto, v. N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, pp. 347 ss. Contra v. G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in Riv. dir. civ., 1998, I, 525 ss., e cfr. N. IRTI, "È vero ma..." (Replica a Giorgio Oppò), in Riv. dir. civ., 1999, I, 273 ss.

⁶⁹ Per tutti, v. C. ANGELICI, *Sul contratto di borsa*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2021, *passim*.

⁷⁰ Tra gli altri, cfr. G.A. PAPACONSTANTINO, *Financial Market Infrastructure and Economic Integration: A WTO, FTAs, and Competition Law Analysis*, Oxford – New York – Dublin, 2024, spec. 62, 68 s., 150 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina delle trading venues nell'era delle rivoluzioni tecnologiche: dalle criptovalute alla distributed ledger technology*, in ODC, 2018, 40 ss.; e ECB e FED Chicago, *The Role of Central Counterparties*, July 2007, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/rolecentralcounterparties200707en.pdf?2973e97f821d65505808bd2a9662560e>.

⁷¹ Cfr. M. ROTONDI, *Liquidazione coattiva di borsa ed esecuzione fallimentare*, in *Dir. fall.*, 1974, I, 221 ss.; e C. COLTRO CAMPI, *L'amichevole componimento delle insolvenze in borsa*, *Giur. comm.*, 1982, I, 847 ss.

⁷² Nel quadro della tendenza all'oggettivazione dei processi valutativi della rilevanza giuridica (cfr. N. IRTI, *Rilevanza giuridica*, in *Noviss. dig. it.*, XV, Torino, 1968, 1094 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Fatto giuridico e fattispecie complessa*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1954, 331 ss.; e ID., *Fattispecie*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1988, spec. 5), sul processo di oggettivazione del contratto, cfr. ad es., G.H. TREITEL, *The Law of Contract*, 8th edn., London, 1991, 30; W. HOWARTH, *The Meaning of objectivity in Contract*, [1984] 100 L.Q. Rev. 265 ss.; G. ROUHETTE, *La révision conventionnelle du contrat*, in *Rev. int. dr. comp.*, 1986, 369 ss.; A. DE MOOR, *Intention*

è enfatizzata dall'affidamento della determinazione dei contenuti dell'operazione a un sistema di IA, poiché il funzionamento di quest'ultimo riposa – allo stato – su modelli matematici intrinsecamente logici, dunque razionali che sono impermeabili all'emotività. Per ciò si può essere tentati di cogliere nella diffusione dei sistemi di IA in seno all'operatività bancaria e finanziaria la quintessenza dell'*agere* razionale sui mercati dei capitali; e nelle disposizioni che di essi impongono l'impiego, come l'art. 174 del CRR III, un'epifania delle teorie economiche di matrice neoclassica e neoliberale. O, se si preferisce, un tentativo di realizzare il postulato di tali teorie, cioè la razionalità degli agenti del mercato, vincolandone l'operatività alla razionalità dei modelli di IA a cui si può idealmente associare la funzionalità a un ordinato svolgimento del mercato coerente con l'istanza di stabilità. Con l'avvertenza che ciò che è razionale non è sempre vero, né corretto o appropriato; che il modello può alimentare l'*herd effect* o *herding behaviour*; e che, in dipendenza del modello, la decisione non solo non è libera, ma non è neppure detto che sia prevedibile.

in the Law of Contract, Elusive or Illusory, [1990] 106 *L.Q. Rev.* 639 ss.; M.S. ZAKI, *Le formalisme conventionnel. Illustration de la notion de contrat-cadre*, in *Rev. int. dr. comp.*, 1986, 1057 ss., nonché il confronto tra E. BETTI, *Il negozio giuridico in una pubblicazione recente*, in *Giur. it.*, 1947, IV, 137 ss., e G. STOLFI, *Il negozio giuridico è atto di volontà*, ivi, 1948, IV, 41 ss. Sulla de-psicologizzazione del negozio giuridico, v. pure E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Torino, 1943, *passim*; G. OPPO, *Profili dell'interpretazione oggettiva del negozio giuridico*, Bologna, 1943, *passim*; V. ROPPO, *Il contratto*, Bologna, 1977, 156; A. GENTILI, *L'ermeneutica di un giurista ermeneutico: Emilio Betti e l'interpretazione*, ne *L'attualità del pensiero di Emilio Betti a cinquant'anni dalla scomparsa*, a cura di G. PERLINGIERI e L. RUGGERI, Napoli, 2019, 1061 ss.; e N. Irti, *Lecture bettiane sul negozio giuridico*, Milano, 1991, ID., *Il negozio giuridico come categoria storiografica*, nei *Quaderni fiorentini per la storia del pensiero giuridico moderno*, 1990, 557 ss., ID., *Destini dell'oggettività*, in *Dir. priv.*, 1995, 345 ss., fino a ID., *Scambi senza accordo*, cit., 347 ss.

Gli attori economici e gli obiettivi di sostenibilità. I riflessi sull'operatività dei mercati *

SOMMARIO: 1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi – 2. Un primo esempio: le agenzie di *rating*, contemporaneamente *private watchdogs* e figure di spicco del mercato – 3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale – 4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei *proxy advisors* – 5. Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla *Corporate Sustainability Due Diligence* – 6. Conclusioni.

1. Attori privati e politiche pubbliche di sostenibilità: profili introduttivi

Si può sostenere che la declinazione dei fattori ESG¹ nell'ambito giuseconomico abbia ormai assunto i contorni di una "galassia". L'affermazione, ancorché possa sembrare caratterizzata da vaghezza, mira a dare conto della complessità di un insieme non omogeneo di attività, indici, strumenti e valori, la cui indeterminatezza comporta, quasi necessariamente, incertezze definitorie² e – conseguentemente – sistematiche.

* Il testo amplia alcune delle riflessioni approfondite dall'Autore nel contributo *Note su sostenibilità non finanziaria e "nuovi" gatekeepers*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, a cura di F. Riganti, Torino, 2024, in corso di pubblicazione.

¹ L'acronimo "ESG" è stato utilizzato per la prima volta in un documento ufficiale nel rapporto redatto nel 2004 da diciotto istituzioni finanziarie su iniziativa delle Nazioni Unite. La relazione, dal titolo, "*Who Care Wins. Connecting Financial Markets to a Changing World*" conteneva raccomandazioni per meglio integrare le questioni ambientali, sociali e di *governance* nell'analisi, nella gestione degli *asset* e nell'intermediazione mobiliari. Da allora molte altre istituzioni, sia pubbliche sia private, hanno concentrato la loro attenzione sulla combinazione tra interessi sociali e ambientali e imprese. Al punto che le autorità di regolamentazione di tutto il mondo (soprattutto nell'Unione Europea e in alcuni Paesi europei) hanno introdotto regole legate al clima.

² Si vedano E. MACCHIAVELLO, *Remaining main challenges in the area of sustainable finance*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, a cura di E. Macchiavello e M. Siri, Torino, 2024, 69 ss.; R.T. TRAHAN e B. JANTZ, *What is ESG? Rethinking the "E" pillar*, in *Business Strategy and the Environment*, 2023, 32, 7, 4382 ss.; *ivi*, *Is ESG mutual fund quality in the eye of the beholder? An experimental study of investor responses to ESG fund strategies*, 2022,

L'esigenza di ridurre ad unità semplici e comprensibili le "specifiche" inerenti alla sostenibilità non finanziaria è di tutta evidenza se si volge lo sguardo tanto all'efficienza del sistema economico³, quanto alle prerogative ricadenti su alcuni degli attori del mercato che risultano interessati dalle nuove "consapevolezze" legate ai temi *green*, *social* e di *governance*⁴. E il tema si ripropone in termini ancora più complessi avuto riguardo della circostanza che, ai fini del raggiungimento di livelli adeguati di efficacia, le operazioni di mercato dovrebbero avvenire all'interno di una cornice regolatoria chiara e definita.

In ordine a tale aspetto si pongono le riflessioni concernenti, in via prioritaria, le ragioni vertenti sul coinvolgimento – che, seppur con notevoli differenze, si sta affermando a livello globale⁵ – di soggetti

32, 4, 1189 ss.; A. HALLER, M. LINK e T. GROß, *The Term 'Non-financial Information' – A Semantic Analysis of a Key Feature of Current and Future Corporate Reporting*, in *Accounting in Europe*, 2017, 14, 3, 407 ss.

³ S. GADINIS e A. MIAZAD, *Corporate Law and Social Risk*, in *Vanderbilt Law Review*, 2020, 73, 5, 1401 ss. Gli AA., a p. 1415, osservano: «ESG's scope expands by the day with new concerns vying for corporate attention (...). This definitional ambiguousness has given rise to a common misconception of ESG as a random and ever sprawling assortment of objectives, influenced by fads and trends rather than hard business logic»; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, suppl. 4, 22 ss.; G. ALPA, *Proprietà privata, funzione sociale, poteri pubblici di «conformazione»*, in *Riv. dir. pubbl.*, 2022, 599 ss. Per le banche, cfr. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *AGE*, 2022, 319.

⁴ L'espressione è stata impiegata sia nel collegamento tra tasso di rendimento delle azioni e integrazione di politiche riferibili ai fattori ESG, sia nelle indagini sul rapporto tra queste ultime e il rischio di credito. Si vedano rispettivamente in ordine a entrambi gli aspetti ora menzionati: C. KOZIOL e S. KUHN, *ESG Risk Premia and the Impact of ESG Awareness: Differences between the US and the EMU Markets*, in *Journal of Portfolio Management*, 2023, 49, 6, 158 ss.; M. BROGI, V. LAGASIO e P. PORRETTA, *Be good to be wise: Environmental, Social, and Governance awareness as a potential credit risk mitigation factor*, in *Journal of International Financial Management & Accounting*, 2022, 33, 3, 522 ss.

⁵ Anche negli Stati Uniti, Paese solitamente ostile a forme di massiccia regolamentazione afferente ai temi di cui alla presente trattazione, l'influenza dei fattori ESG e della sostenibilità ha portato, il 28 marzo 2024, la *Securities and Exchange Commission* ad adottare *Rules* sulle comunicazioni non finanziarie. La regolamentazione, tuttavia, è stata oggetto di sospensione a tempo indefinito da parte dell'Autorità medesima, in ragione della necessità di attendere l'esito dei plurimi giudizi riguardanti la relativa validità. A livello statale, la California, ancor prima

privati nel raggiungimento di obiettivi di sostenibilità⁶ e, secondariamente, sulle implicazioni, in termini di regolazione pubblica⁷ e di prospettive di mercato⁸, che tale coinvolgimento comporta.

Emerge dunque la necessità di vagliare l’“opzione” di politica economica di gravare soggetti privati, il cui interesse primario dovrebbe essere finalizzato alla remunerazione del capitale⁹, di obblighi sempre più rafforzati in ordine alla sostenibilità ambientale e sociale. Invero, imporre, in alcune circostanze a livello di *hard law*, obiettivi altri

dell’Autorità federali, aveva promulgato leggi concernenti comunicazioni di sostenibilità: si tratta delle SB 253 e SB 261, introdotte nell’ottobre 2023.

⁶ Si pensi che la Circolare 285 del 2013 di Banca d’Italia include, tra gli elementi da tenere in considerazione nella definizione delle strategie aziendali, «gli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l’integrazione dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei processi relativi alle decisioni aziendali». Volgendo lo sguardo al settore assicurativo, il Regolamento IVASS del 6 giugno 2016, n. 24, modificato dal provvedimento n. 131 del 10 maggio 2023, recante disposizioni in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, richiede ora che «la politica degli investimenti [tenga] conto anche dell’impatto potenziale a lungo termine sui fattori di sostenibilità» (art. 4, comma 4).

⁷ All’interno dell’Unione europea la regolamentazione in tale ambito del diritto si è attestata nel senso di classificare le attività sostenibili (Regolamento Tassonomia), introdurre meccanismi di comunicazione e *reporting* delle attività non finanziarie (Direttiva CSRD), sino a includere – come meglio precisato nel prosieguo di questa trattazione – obblighi di adeguata verifica della sostenibilità delle società e della relativa catena del valore (Direttiva CSDDD). Si veda la successiva nt. 41 sui recenti interventi euro-unionali, nonché il successivo §5.

⁸ La sostenibilità ha infatti pervaso il diritto societario prima che sul punto si fosse formata una regolamentazione di natura precettiva. I due approcci, quello impositivo e quello *soft law*, corrono, nella materia *de qua*, su due filoni distinti che si integrano tra loro. Un esempio di tale risultato è offerto dal Codice di *Corporate Governance*, elaborato da Borsa Italiana nel 2020, ove si definisce il successo sostenibile quale «obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società» (*Definizioni*). Inoltre, gli emittenti aderenti, ai sensi dell’art. 123 *bis*, comma 2, t.u.f., devono riportare nella relazione sulla gestione anche «le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari». Così la fonte giuridica non vincolante risulta in qualche modo integrata dalla disciplina nelle società per azioni quotate.

⁹ È divenuta celebre l’espressione utilizzata nel 1970 da Milton Friedman che, nelle pagine del *New York Times* aveva affermato, a partire dal titolo di un suo saggio: «*the social responsibility of business is to increase its profits*» (“la responsabilità sociale delle imprese è aumentare i profitti”).

rispetto al profitto non pare rappresentare una soluzione idonea al perseguimento di uno sviluppo sostenibile collettivo, in quanto eccessivamente “elastica” e, come si argomenterà nel corso di questa trattazione, soggetta ad interpretazioni in grado financo di invertirne il significato e, dunque, di generare un’eterogenesi delle relative finalità. La questione, poi, deve essere correlata alla definizione dell’oggetto dell’attività economica esercitata in forma societaria che, nell’accezione commerciale, è ispirata istituzionalmente allo scopo di lucro¹⁰.

Infatti, su un piano si colloca l’urgenza che gli operatori economici si conformino a disposizioni concernenti la tutela socio-ambientale e la riduzione dell’emissione di sostanze inquinanti; su tutt’altro piano, invece, si fondano le ragioni afferenti all’introduzione di doveri – ricadenti sui medesimi operatori – di perseguire obiettivi che, se non adeguatamente contornati da cautele, corrono il rischio di incrementare (senza, peraltro, giustificare) i profili della relativa responsabilità¹¹. Cionondimeno, in alcune circostanze, gli obiettivi sostenibili hanno avuto l’effetto di elevare la posizione di alcuni soggetti privati, quali ad

¹⁰ S.A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all’ESG. L’impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *AGE*, 2022, 63. L’A., alla nt. 14, osserva: «il perseguimento in via principale e primaria di interessi di terzi (lo si desume dal tenore e dall’esistenza stessa delle disposizioni sulla società benefit, ad esempio) è ontologicamente estraneo al concetto proprio di “scopo di lucro dei soci” a cui è teleologicamente preordinata la fattispecie “società” disegnata dal codice, a meno di voler accedere ad una lettura riduttiva nel senso che considerare i primi sia strumentale ad un obiettivo di maggiore valorizzazione del secondo. In questa direzione, però, l’inclusione dei fattori ESG nella gestione d’impresa torna ad essere un tema di estensione qualitativa della discrezionalità degli amministratori in una prospettiva *shareholder-oriented*». Parzialmente differente è l’opinione di U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 226 ss. ove l’A. ricollega l’integrazione nella strategia d’impresa dei fattori ESG alla creazione di valore per gli azionisti. Si v. anche A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023.

¹¹ S.A. CERRATO, *op. loc. ult. cit.*, argomenta ulteriormente: «non si deve equivocare la prospettiva dell’adozione di politiche o condotte improntate alla sostenibilità *nell’impresa* (cioè nelle tecniche di produzione o erogazione di beni o servizi, nell’organizzazione del *business*, nell’impatto su ambiente e comunità di riferimento) con il diverso concetto della sostenibilità *dell’impresa*, che esprime invece un dovere positivo (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, TUF) degli amministratori di adeguata considerazione di prospettive di medio lungo termine».

esempio le agenzie di *rating* o i *proxy advisors*, ad attori economici di estrema rilevanza, vista l'importanza dei relativi giudizi anche sul versante regolamentare¹².

Inoltre, questo quadro d'insieme riveste complessità sistematica, avuto riguardo dei formanti euro-unionali: tale fenomeno regolatorio affida ad alcuni soggetti economici sia un ruolo di attiva implementazione di scelte sostenibili, sia una funzione di vaglio e verifica di scelte imprenditoriali assunte da soggetti terzi, sostanziandosi l'attività di tali operatori in un'effettiva funzione di *gatekeeping* e *oversight*.

Punto, quest'ultimo, su cui pare opportuno riflettere alla luce delle singole posizioni di forza e di debolezza di entità che – almeno in linea di principio – dovrebbero proiettare la rispettiva attività alla soddisfazione dei propri clienti o dei propri soci e non al raggiungimento di obiettivi di natura pubblica.

Così, l'approfondimento circa il ruolo di alcuni dei partecipanti al mercato si inserisce in una cornice di interesse strategico e sistematico. E, allo stesso tempo, permette di rilevare alcuni profili problematici in ordine alle criticità collegate alla nuova impostazione sostenibile. In particolare, infatti, parrebbe potersi ipotizzare l'emergere di nuovi possibili conflitti tra interessi collettivi e interessi prettamente privatistici, in virtù della contrapposizione tra finalità differenti. L'analisi degli aspetti ora lambiti, pertanto, mira a evidenziare il ruolo, l'attività e la distanza che intercorre tra i *desiderata* del mercato, le esigenze regolatorie e le aspirazioni privatistiche.

E ciò, in chiusura di queste notazioni preliminari, tanto con riferimento ai soggetti attivamente coinvolti nel raggiungimento di obiettivi sostenibili – gli emittenti –, quanto con riguardo alle entità che svolgono un ruolo intermedio – le agenzie di *rating* e i *proxy advisor*. Entrambe le categorie ora menzionate, infatti, risultano sempre più sollecitate da spinte “esogene”, non soltanto legislative o prudenziali, e nemmeno, peraltro, soltanto *hard law*, dirette a coniugare la

¹² Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, Consob, *Working Paper* n. 81, aprile 2015, 8, nt. 3. Per riflessioni in merito all'attività delle agenzie di *rating*, da lungo tempo accostabile ad una forma di legislazione privata, si v. S.L. SCHWARCZ, *Private ordering of public markets: the rating agency paradox*, in *University of Illinois Law Review*, 2002, 1, 1 ss.

salvaguardia dello sviluppo e della crescita sostenibili con i profili lucrativi delle attività economiche.

2. *Un primo esempio: le agenzie di rating, contemporaneamente private watchdogs e figure di spicco del mercato*

Come noto, il mercato opera secondo logiche di scambio¹³, le quali conservano “vitalità” anche laddove non sia possibile operare in un sistema in cui sia verificabile un equilibrio tra domanda e offerta o una condizione di parità tra le varie categorie di soggetti coinvolti. Nell’ambito della riscontrabile diversità di posizioni incidono, *inter alia*, le cc.dd. *market failures*, caratterizzanti ambiti in cui la distribuzione di beni e servizi in un dato libero mercato non è efficiente, ma anzi risulta connotata da anomalie nell’allocazione delle risorse¹⁴.

In tale contesto, le competenze di alcuni “soggetti terzi” acquistano dunque rilievo centrale. È il caso delle agenzie di *rating*, il cui ruolo è nel tempo divenuto essenziale ai fini di colmare le asimmetrie

¹³ F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato dei capitali*, XII ed., Torino, 2023; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, XIII ed. a cura di S. Gilotta, Torino, 2023; AA.VV., *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura di M. Ventoruzzo, Torino, 2023; A. PERRONE, *Il diritto del mercato dei capitali*, III ed., Milano, 2020.

¹⁴ Il termine è ricorrente negli studi relativi all’analisi economica del diritto. Si vedano sul punto le riflessioni di J.E. STIGLITZ, *Government Failure vs. Market Failure: Principles of Regulation*, in AA.VV., *Government and Markets. Toward a New Theory of Regulation*, a cura di E.J. Balleisen e D.A. Moss, Cambridge, 2010, 13 ss.; L.N. EDWARDS e F.R. EDWARDS, *Differential State Regulation of Consumer Credit Markets: Normative and Positive Theories of Statutory Interest Rate Ceilings*, *Columbia University Research Working Paper n. 159 A*, 1978, ove una ricostruzione delle cause dei fallimenti di mercato, riscontrabili nelle quattro categorie di (i) monopoli e oligopoli, (ii) esistenza e sfruttamento di “beni pubblici” e (iii) di “beni pubblici con esternalità” e (iv) asimmetrie informative nel mercato. Tra gli Autori italiani si vedano le autorevoli considerazioni di M.S. GIANNINI, *I pubblici poteri nello stato pluriclasse*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 1979, 402 ss.; F. DENOZZA, *Fallimenti del mercato: i limiti della giustizia mercantile e la vuota nozione di “parte debole”*, in *Rivista ODC*, 2013, 1 ss.; G. CORSO, *Riflessioni su amministrazione e mercato*, in *Dir. amm.*, 2016, 1 ss. Nel contesto sociale e ambientale, v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *Informazione derivata e sostenibilità: la regolazione dei rating e dei benchmark ESG nell’Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2023, 639 ss.

informative, rientranti nei “fallimenti di mercato”, tra il pubblico e gli emittenti¹⁵.

Gli attori economici, collocandosi in una posizione intermedia tra gli investitori e il mercato, forniscono un giudizio di meritevolezza su uno o più aspetti connessi ai rischi degli investimenti¹⁶. I sistemi di rilevazione, monitoraggio e stima, dunque, sono tanto più efficaci quanto più i parametri di valutazione sono allineati e uniformi¹⁷.

Proprio con riferimento a quest’ultimo aspetto rileva la «divergenza degli ESG *rankings*»¹⁸, dovuta alla pluralità dei criteri utilizzati e al conseguente carattere “mobile” del vaglio, che acquista maggior interesse a voler guardare alla tematica concernente l’adeguatezza delle valutazioni effettuate, anche e soprattutto in punto di sostenibilità, nonché della relativa aggregazione, nella prospettiva di offrire una *opinion* di adeguatezza dell’investimento.

¹⁵ Ultimamente v. M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *Sustainability Gatekeepers: ESG Ratings and Data Providers*, in *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, 2023, 25, 2, 355 ss.

¹⁶ A. TROISI, *Le agenzie di rating. Regime disciplinare e profili evolutivi*, Padova, 2013; G. PRESTI, Take the «AAA» train: *note introduttive su rating*, in *AGE*, 2012, 251 ss.; AA.VV., *Le agenzie di rating*, a cura di A. Principe, Milano, 2012. Soprattutto nell’ambito ESG, i *rating* misurano, per l’appunto i rischi, e non si configurano quali *rating* d’impatto. Cfr. in merito M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Nell’Unione europea, tale attività viene svolta a norma del Regolamento (UE) del 16 settembre 2009, n. 1060/2009, relativo alle agenzie di *rating* del credito.

¹⁷ A. ANGELONE, *ESG Indexation*, in *Rivista Corporate Governance*, 2020, 187, evidenzia le fasi del procedimento di formazione del *rating* ESG: questo avviene secondo un approccio non standardizzato – basato su dati provenienti dagli emittenti e dalle informazioni pubblicamente disponibili – caratterizzato da opacità e risultante in una normalizzazione rispetto ai *peer* del medesimo settore.

¹⁸ La produzione scientifica, specialmente straniera, è ormai amplissima. Senza pretesa di esaustività si vedano: F. BERG, J. F. KÖLBEL e R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, in *Review of Finance*, 2022, 26, 6, 1315 ss.; D. AVRAMOV, S. CHENG, A. LIOUI e A. TARELLI, *Sustainable investing with ESG rating uncertainty*, in *Journal of Financial Economics*, 2022, 145, 2, 642 ss.; M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, e L. PELIZZON, *Inside the ESG ratings: (dis)agreement and performance*, in *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28, 5, 1426 ss. Per l’Italia v. G. GIUDICI e F. TENCA, *The Divergence of ESG Ratings: An Analysis of Italian Listed Companies*, in *Journal of Financial Management, Markets and Institutions*, 2021, 9, 2, 1 ss.

Nel contesto delineato – frastagliato, in quanto multilivello¹⁹ e multilaterale²⁰ – le agenzie di *rating* si trovano in una posizione privilegiata, con riguardo sia al ruolo di «*watchdogs*» privati²¹, sia ai giudizi che esprimono.

¹⁹ In quanto basata su fonti primarie e secondarie, interne e unionali, nonché su fonti giuridicamente *soft law*, ma particolarmente incisive. Si pensi, ad esempio, alle *Guidelines* pubblicate dall'ESMA il 5 luglio 2024, relative alle informazioni sulla sostenibilità degli emittenti. Esse rappresentano l'indicazione pratica di come strutturare l'informazione non finanziaria secondo gli standard di rendicontazione della sostenibilità (ESRS) introdotti dalla CSRD. Ecco, dunque, che le fonti primarie e gli orientamenti di vigilanza, integrandosi, creano un *corpus* di disciplina innovativo e sostanzialmente vincolante. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. Si vedano le riflessioni di F. RIGANTI, *Climate Change e Vigilanza prudenziale. Questione di (semplici) "Aspettative"?*, in *NLCC*, 2022, 1252 ss. in ordine alle *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, emanate dalla Banca d'Italia in data 8 aprile 2022. L'A. nota: «quanto al primo tema, le "Aspettative" – come precisato dal provvedimento stesso – "mirano a fornire indicazioni di carattere generale non vincolanti", venendo rimessa al singolo intermediario la loro "declinazione a livello operativo", secondo il noto principio di proporzionalità. A tale approccio "soft", tuttavia, corrisponde un innegabile irrigidimento, confermato dal confronto e dall'interlocuzione di "ordinaria vigilanza" che l'Autorità svolgerà in relazione al grado di rispondenza alle aspettative in questione e sui piani di adeguamento (dunque attesi) degli istituti, al fine di assicurare il progressivo allineamento delle prassi aziendali alle aspettative stesse. A fronte di una tale premessa, dunque, emerge il carattere decisamente più "hard" del provvedimento in commento il quale, pur risultando esulare dai più classici strumenti di vigilanza regolamentare, nel concreto già detta al management dei soggetti vigilati precisi obiettivi ambientali e specifiche modalità di azione, la cui adozione è necessaria al fine di garantire una piena *compliance* ai desiderata della Banca d'Italia». ESMA ha inoltre pubblicato in data 22 maggio 2024 il *position paper* intitolato "*Building More Effective and Attractive Capital Markets in the EU*", ove sono riportate ulteriori raccomandazioni relative, tra gli altri, al rafforzamento del mercato, l'ampliamento delle opportunità di investimento dei cittadini europei

²⁰ Sul punto v. C.A. BOLLINO e F. BOTTI, *Le sfide della frammentazione geo – economica per l'azione climatica multilaterale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, suppl. 2, 12 ss.

²¹ Il termine viene usualmente utilizzato con riferimento alle autorità di settore, in virtù dei compiti di vigilanza che ricadono sulle medesime. Tuttavia, il ruolo di *gatekeeping*, che con frequenza sempre più incisiva caratterizza l'operatività delle agenzie di *rating*, pare ben compendiarsi con tale espressione. Peraltro, quest'ultima, nella "declinazione" di *corporate watchdogs*, è stata utilizzata con riguardo all'attività degli analisti finanziari. Si v. sul punto M. NAVONE e T. TO, *Corporate watchdogs*, in

Le due “anime” in cui si può sezionare l’attività corrono, tuttavia, il rischio di porsi su posizioni tra loro non allineate. Ciò avuto riguardo della scarsità di regolazione del fenomeno a livello mondiale e di un contesto geopolitico ed economico costantemente incline a modificazioni²² (quando non addirittura a “stravolgimenti”²³).

Sul punto, preme evidenziare che malgrado la locuzione “fattori ESG” risulti efficace dal punto di vista divulgativo, essa non è in grado di individuare elementi universalmente condivisi e identificabili a priori²⁴. A mancare, infatti, è il rapporto tra generalizzazione dei

Financial Management, 49, 2020, 925 ss. Cfr. il Rapporto *Financial Oversight of Enron: the SEC and Private-sector Watchdogs*, del 7 ottobre 2002, ove a p. 76 le agenzie di *rating* del credito sono definite quali “*outside watchdogs*”, in considerazione del ruolo di “giudice” terzo dell’affidabilità creditizia delle entità sottoposte al relativo vaglio. Queste ultime, tuttavia, nel caso Enron – unitamente ad altri soggetti – fallirono in misura macroscopica. Il documento, infatti, chiarisce che le agenzie di *rating*: «*do what their name implies: rate the creditworthiness of entities, such as public companies, and the debt they issue, so that those wishing to extend credit—by buying bonds, for example—can better understand the risk that they may not see a return on that investment. Ratings have taken on great significance in the market, with investors trusting that a good credit rating reflects the results of a careful, unbiased and accurate assessment by the credit rating agencies of the rated company. But as with so many other market players, Enron caused this legendary reliability to be called into question*». Il testo del Rapporto, predisposto in seno al *Committee on Governmental Affairs* del Senato statunitense e pubblicato dall’allora *Chairman*, Joseph I. Lieberman e dall’allora *Ranking Member*, Fred Thompson, è reperibile al seguente link: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/CPRT-107SPRT82147/html/CPRT-107SPRT82147.htm>.

²² Circa i cambiamenti climatici e i connessi rischi per il Pianeta, si veda il sesto Rapporto di Valutazione elaborato dall’*Intergovernmental Panel for Climate Change*, anche IPCC, reperibile al seguente link: <https://ipccitalia.cmcc.it>.

²³ Con riferimento alla transizione climatica, si vedano le riflessioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, Torino, 2023, 19 ss. che sintetizza gli obiettivi della politica economica dei prossimi decenni nella «necessità di affrontare la “transizione verde”, da intendere in una accezione lata che, in primo luogo, è indicativa dell’intento di ripristinare condizioni di vita rispettose della natura e delle sue leggi [con interventi] volti a contrastare i cambiamenti climatici ed il degrado ambientale che minacciano l’intero pianeta».

²⁴ Si tratta di una moltitudine di indici caratterizzati da vaghezza. Anche se L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The perils and questionable promise of ESG-based compensation*, *ECGI Law Working Paper* n. 671, 2022, riportano come «*despite the potential richness and intricacy of a company’s stakeholders and their interests, ESG metrics used in the real world are inevitably limited and narrow*».

concetti e individuazione specifica delle singole fattispecie, tipica della scienza giuridica ed estremamente funzionale allo svolgimento delle attività economiche²⁵. Peraltro, si assiste a tale circostanza in un momento in cui il diritto si trova a “*rincorrere*” i processi evolutivi e, pertanto, non è in grado di offrire un adeguato perimetro di riferimento all’interprete²⁶.

È così che le agenzie di *rating* ricoprono un ruolo di necessario “*inframezzo*” tra gli investitori e gli emittenti²⁷. L’attività di tali attori del mercato, peraltro, risulta ulteriormente avvalorata dalla circostanza che alla disomogeneità dei criteri, si accompagna, contestualmente e

²⁵ Osserva S. AMOROSINO, *Principi e clausole generali nelle regolazioni delle transizioni economiche*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, I, 1-2, che il diritto (dell’economia, in particolare) si attegga a *medium* e a strumento di connessione delle dinamiche economico-finanziarie, in quanto «in ragione del suo oggetto, ma soprattutto per la sua natura sincretistica, compositiva, di istituti giuridici di diversa origine – civilistica e pubblicistica, commercialistica ed amministrativistica – appare naturalmente “vocato” a tentare di dare forme giuridiche ai processi di transizione dell’organizzazione economica dei mercati, degli Stati e delle istituzioni ed aggregazioni superstatali».

²⁶ Lo sviluppo recente del mercato, infatti, è stato interessato da fenomeni di varia natura: si pensi alla crisi pandemica dovuta alla diffusione del virus da Covid-19, al conflitto tra Russia e Ucraina e alla conseguente necessità di definire un *framework* normativo in grado di sostenere il “*peso*” delle sanzioni economiche imposte alla prima, il supporto finanziario alla seconda e l’adattamento (parziale) delle regole di mercato al contesto di riferimento. Ma ancora, si pensi al conflitto israelo-palestinese, i cui caratteri influenzano anche il mercato dei capitali. A quanto precede, deve essere collegato anche il fatto che secondo il rapporto *European State of the Climate 2023*, elaborato dal *Copernicus Climate Change Service* (C3S) e dal *World Meteorological Organization* (WMO), le temperature medie dell’anno 2023 sono state tra le più calde di sempre. È in questo contesto che si coglie l’esigenza di un compromesso tra la necessità di assicurare la prosecuzione – in ottica di fisiologia – di scambi commerciali e del funzionamento del mercato, da un lato, e l’esigenza di tutelare, tra gli altri, l’ambiente. Compromesso che, alle volte, pare eccessivamente sbilanciato in uno o nell’altro senso, senza che si sia ancora raggiunto un punto di equilibrio accettabile.

²⁷ In ordine ai rating ESG si vedano M. COSSU, *Sostenibilità e mercati: la sostenibilità ambientale dell’impresa dai mercati reali ai mercati finanziari*, in *Banca borsa*, 2023, I, 558 ss.; G. STRAMPELLI, *ESG, “disclosure” di sostenibilità e “stewardship” degli investitori istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2023, 828 ss.; M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 63 ss.; S. MICHIELIN, *Misurare la sostenibilità: note introduttive e inquadramento del problema. Il ruolo del rating ESG*, in *Riv. reg. merc.*, 2022, 708 ss.

quasi ontologicamente, una particolare differenziazione in punto di metodologie della misurazione dei rischi ESG²⁸.

Con riferimento alla sostenibilità, queste si caratterizzano per essere fondate su modelli interni di rilevazione²⁹, elaborati sulla base di specifici quesiti selezionati dalle agenzie medesime³⁰. Inoltre, la valutazione è spesso effettuata operando un confronto tra imprese concorrenti, con la conseguenza che anche in settori altamente inquinanti è possibile riscontrare la presenza di realtà “virtuose”³¹.

Gli elementi menzionati appaiono se non altro problematici: l’esecuzione delle transazioni sul mercato, quantomeno in punto di sostenibilità, è effettuata (anche se non totalmente) sulla base del risultato di un’attività privata capace, peraltro, di influenzare il pubblico. La posizione delle agenzie di *rating* assume pertanto rilevanza essenziale all’interno del processo di selezione dei soggetti finanziati³².

Dunque, da un lato le stesse svolgono effettivamente un’attività di valutazione tecnica sugli emittenti attraverso l’utilizzo di parametri determinati³³ e, in tale veste, partecipano concretamente all’opera di *oversight*, intesa quale operazione di (etero)controllo sulla meritevolezza delle imprese e di indirizzo nella determinazione delle

²⁸ Sul punto cfr. D. BARRESI, *Il rating ESG delle società di capitali*, in *RDS*, 713 ss., ove ulteriori ampi riferimenti.

²⁹ M. DELL’ERBA e M. DORONZO, *op. cit.*, 378 ss.

³⁰ *Ibid.*

³¹ F.L. DE SILANES, J.A. MCCAHERY e P.C. PUDSCHEDL, *Institutional Investors and ESG Preferences*, *ECGI Law Working Paper* n. 631, 2022, 11.

³² Ciò, a maggior ragione avuto riguardo del ruolo degli *external reviewers* che istituzionalmente il Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE la cui efficacia può essere valutata soltanto dal 21 dicembre 2024, data a partire dalla quale gli emittenti possono emettere titoli obbligazionari sulla base della nuova normativa. Tuttavia, deve rilevarsi che il ruolo delle agenzie di *rating* è legato alla valutazione dell’investimento dal punto di vista della redditività del medesimo; la revisione esterna, invece, concentrerebbe l’attività dei soggetti ad essa deputata sulla classificazione “verde” dell’investimento.

³³ Cfr. G. DE LAURENTIS, *Contenuto informativo e performance predittive dei rating di agenzia: le basi del dibattito sulla regolamentazione delle agenzie*, in AA.VV., *Le agenzie di rating*, cit., 105 ss. *Ivi*, anche per rilievi comparatistici, si v. F. PARMEGGIANI, *Some rating failures and several regulatory weaknesses: the US and EU perspectives*, 75 ss.

strategie di investimento³⁴ tipica del c.d. *gatekeeping*; dall'altro lato, si attestano quali attori fondamentali della relazione tra il pubblico investitore e i soggetti privati partecipati o finanziati³⁵, in grado di colmare parte della disomogeneità regolatoria cui si è fatto cenno.

Tale aspetto si intesta, all'interno dell'Unione europea, su un quadro di disciplina connotato da una maggior attenzione rispetto ad altri sistemi legislativi. Oltre alle norme contenute nel Regolamento (UE) n. 1060/2009, infatti, il legislatore unionale ha da poco introdotto il Regolamento (UE) del 27 novembre 2024, n. 3005/2024, sulla trasparenza e sull'integrità delle attività di *rating* ambientale, sociale e di *governance* (ESG), entrato in vigore nel gennaio 2025.

Molte erano state le sollecitazioni delle autorità di vigilanza europea tese a conciliare le distinte valutazioni sulla solvibilità e sulla sostenibilità dei soggetti valutati, considerata la lacuna di disciplina che caratterizzava il settore di riferimento³⁶. Il nuovo regolamento, come

³⁴ Così autorevolmente F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. sostiene che «il *rating* assume, pertanto, una valenza che, a ben considerare, trascende la sua tradizionale funzione: esso (...) è chiamato a svolgere un ruolo propulsivo ai fini di uno sviluppo sostenibile, facilitando la promozione di un maggior numero di opportunità operative».

³⁵ Sulla rilevanza delle agenzie e sui rischi connessi ad un affidamento eccessivo sui *rating* di sostenibilità v. M. GARGANTINI e M. SIRI, *op. cit.*, 637 ss. Gli AA. – a p. 660 – osservano: «le preoccupazioni che circondano l'uso passivo dei tradizionali *rating* di credito sono ancora più pressanti nel caso dei *rating* di sostenibilità. [Infatti,] non solo le misurazioni su cui questi ultimi si basano sono soggette a gravi incertezze, ma l'aggregazione di tali misurazioni in indicatori sintetici si fonda su valutazioni spesso inevitabilmente soggettive».

³⁶ Non è possibile in questa sede analizzare con un grado di dettaglio elevato le posizioni che l'ESMA e l'ABE hanno assunto a partire dal 2021 sul tema del *rating* sostenibile. Su tali aspetti v. ESMA, *Letter to EC on ESG ratings*, 28 gennaio 2021, ESMA30-379-423, reperibile al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-letter-ec-esg-ratings>; la Strategia dell'ESMA 2023-2028, di cui al link: <https://www.esma.europa.eu/document/esma-strategy-2023-2028>; nonché il *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms* pubblicato dall'ABE il 23 giugno 2021, reperibile al link: <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-its-report-management-and-supervision-esg-risks>. Sul punto v. C. FERRI, *Geometrie del nuovo "green rating power"*, in AA.VV., *Sostenibilità e mercati vigilati: regolatori e operatori nella "galassia" ESG*, cit., 37 ss.

attentamente notato³⁷, si basa su «tre opzioni fondamentali», relative alla (i) raccolta di informazioni sostenibili e affidabili; (ii) prevenzione o gestione dei conflitti di interessi nella produzione del *rating* di sostenibilità; e (iii) divulgazione delle informazioni. E, d'altro canto per espressa previsione legislativa (art. 1), intende creare un approccio comune, per i fornitori «operanti» nell'Unione, teso a «rafforzare l'integrità, la trasparenza, la comparabilità ove possibile, la responsabilità, l'affidabilità, la buona *governance* e l'indipendenza delle attività di *rating* ESG, contribuendo così alla trasparenza e alla qualità dei *rating* ESG». Elementi, questi, che dovrebbero consentire un maggior controllo sull'attività di fornitura di “pareri”³⁸ sostenibili, attuato mediante i consolidati meccanismi di autorizzazione e vigilanza prestata dall'ESMA (art. 6), e di creazione di un registro pubblico dei fornitori di *rating* ESG presso la medesima autorità (art. 14).

3. I settori vigilati nel contesto sociale e ambientale

La sostenibilità (finanziaria e non) e la relativa regolazione hanno acquisito negli ultimi tempi rilievo determinante nell'ambito dei settori cc.dd. vigilati, ove – vuoi per la rilevanza pubblica dell'attività svolta, vuoi per l'interventismo delle Autorità di vigilanza³⁹ – i profili legati al

³⁷ Cfr. *ivi*, M. ARRIGONI, *Semplificare la complessità? Il Regolamento europeo sui rating ESG*, 385 ss., spec. a 397 ss.

³⁸ Si v. la definizione di *rating* ESG, di cui all'art. 3, par. 1, n. 1) del Regolamento, secondo cui lo stesso deve identificarsi in «un parere, o un punteggio o una combinazione di entrambi, in merito al profilo o alle caratteristiche di un elemento valutato riguardo a fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance o in merito all'esposizione di un elemento valutato a rischi o all'impatto su fattori ambientali, sociali, dei diritti umani o di governance che si basa sia su una metodologia consolidata sia su un sistema di classificazione definito costituito da categorie di rating, indipendentemente dal fatto che tale rating ESG sia denominato “rating ESG”, “parere ESG” o “punteggio ESG”».

³⁹ In ordine alla configurazione dei poteri, anche regolatori, in capo alle Autorità indipendenti nell'ordinamento interno, si vedano AA.VV., *Le autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*. Atti del Convegno *Le Autorità amministrative indipendenti tra garanzia e regolazione*, presso l'Università degli Studi di Napoli - L'Orientale, 3 dicembre 2019, a cura di A. Contieri, M. Immordino e F. Zammartino, Napoli, 2020; F. ZAMMARTINO, *Il modello molteplice. La potestà normativa delle Autorità amministrative indipendenti*, Torino, 2020; F. TAKANEN, *Le autorità amministrative indipendenti*, Milano, 2022.

rispetto dei criteri ambientali rappresentano uno dei “*tasselli*” necessari dell’indagine.

In particolare, il tema si pone in diretta continuità con la crescente produzione di disciplina e con la conseguente necessità, per le imprese, di conformarsi agli indirizzi sezionali della materia. Peraltro, i settori finanziari – e dunque gli ambiti in cui operano società quotate, banche e assicurazioni – hanno rappresentato campi di prolifica innovazione normativa fin dalla loro settorializzazione⁴⁰. L’attenzione mostrata verso i temi ambientali, e più generalmente i fattori ESG, altro non è che la prosecuzione di un intenso processo di regolazione dei fenomeni economici che promana dai regolatori medesimi, anche in virtù delle prospettive dei mercati.

Le innovazioni principali, in questo campo, sono state accompagnate, in un primo momento, da un sempre maggiore interesse alla *disclosure*⁴¹ di informazioni ritenute utili per i soci, per i terzi e per

⁴⁰ In argomento, P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L’Università e il diritto commerciale, oggi. L’evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, 1107 ss. (spec. 1116), ha osservato: «la società per azioni quotata non è una “provincia separata dell’impero” bensì un laboratorio di sperimentazione di problemi e soluzioni che si riversano in seguito nel diritto comune», nonché R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021. Sulla capacità del sistema regolamentare bancario di essere precursore, nel contesto del diritto societario, cfr. F. CAPRIGLIONE e A. SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Torino, 2019, che già a partire dalle prime parole di Presentazione, sostengono come gli aspetti innovativi legati alla *governance* bancaria siano tali da porre la materia «da sempre all’attenzione degli studiosi e degli operatori».

⁴¹ In particolare, cfr. la Direttiva (UE) del 22 ottobre 2014, n. 2014/95/UE, e la successiva Direttiva (UE) del 14 dicembre 2022, n. 2022/2464/UE, sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (Direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting*, o CSRD), recepita in Italia con il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125. In tema si veda anche Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2088/UE (o SFRD), relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, modificato dal Regolamento (UE) del 18 giugno 2020, n. 2020/852/UE, relativo all’istituzione di un quadro di riferimento sugli investimenti sostenibili (o Regolamento Tassonomia). Cfr. sul punto, I. CERIANA, *The Eu Green Taxonomy*, in AA.VV., *Sustainable finance and financial education: a snapshot*, cit., 90 ss.; nonché ivi, A. MOLINARI, *Sustainability Reporting: the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)*, 94. Da ultimo, a rilevare è anche il citato Regolamento (UE) del 22 novembre 2023, n. 2023/2631/UE, sulle cc.dd. obbligazioni verdi europee e sull’informativa volontaria per le obbligazioni commercializzate come “obbligazioni ecosostenibili” e per le

il mercato. Successivamente, l'attenzione si è mossa nel senso di ampliare il novero degli obblighi "di sostenibilità", in parte coinvolgendo il fine ultimo dell'attività imprenditoriale esercitata, nei settori di riferimento, in forma collettiva societaria⁴².

In quest'ottica, dunque, devono leggersi gli indirizzi precettivi riguardanti elementi non strettamente appartenenti alla gestione della società, che in un'accezione "classica" dovrebbe corrispondere all'esecuzione di atti tesi alla realizzazione dell'oggetto sociale⁴³.

"obbligazioni legate alla sostenibilità". Per utili considerazioni, in un periodo antecedente alla legislazione sull'*impact investing*, v. D. LENZI, *La finanza d'impatto e i green e social bonds. Fattispecie e disciplina tra norme speciali e principi generali*, in *Banca impr. soc.*, 2021, 115 ss. Dopo l'entrata in vigore della normativa, v. F. ANNUNZIATA e F. RIGANTI, *Prestiti e obbligazioni nel "prisma" della transizione sostenibile*, in AA.VV., *Profili privatistici della sostenibilità*, Atti del Convegno tenutosi presso l'Università degli Studi di Milano Bicocca il 18-19 maggio 2023, a cura di G. Iorio, G. Bevivino e A. Semprini, in corso di pubblicazione. Dattiloscritto consultato per cortesia degli Autori.

⁴² U. TOMBARI, *Lo "scopo della società": significati e problemi di una categoria giuridica*, in *Riv. soc.*, 2023, 338 ss. Per il caso specifico delle istituzioni bancarie, cfr. L. AMMANNATI, *Dimensioni "eccentriche" dell'impresa bancaria nell'era della sostenibilità*, in *Riv. reg. merc.*, 2023, 261 ss. e S.E. LIGHT e C.P. SKINNER, *Banks and Climate Governance*, in *Columbia Law Review*, 2021, 121, 6, 1895 ss.

⁴³ Cfr. in argomento P. MONTALENTI, *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur.it.*, 2024, 1190 ss., secondo cui – in ottica neo-istituzionalistica – l'interesse sociale è «composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli stakeholder in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli stakeholder». In termini simili anche U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società»*, cit., 226 ss. Parzialmente differenti sono le visioni di S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss. e di M. STELLA RICHTER JR. *Long termism*, in AA.VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P.M. Sanfilippo e R. Vigo, Torino, 2021, II, 2, 901 ss. e in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss. Secondo D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1023 ss., «l'inclusione di obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale nelle politiche gestionali della grande impresa azionaria rappresenta ormai un dato acquisito».

Pare, quindi, che a rilevare, in quest'ambito, sia la distinzione⁴⁴ tra la sostenibilità intesa come fattore di rischio, astretta entro canoni di adeguatezza organizzativa interna⁴⁵ e, dunque, anche di approccio al rischio climatico, ambientale e reputazionale⁴⁶; e la sostenibilità intesa in senso materiale, espressione che individua il perseguimento di

⁴⁴ Si vedano, seppur con riferimento alla funzione del *rating* di sostenibilità, le autorevoli considerazioni di F. CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza*, cit., 178, ove l'A. chiarisce come la sostenibilità abbia mutato anche l'attività degli attori del mercato, improntata ora – in un'ottica finalistica – sul propulsivo sviluppo della sostenibilità. Ciò, tanto nell'ambito finanziario, quanto nel segmento della *corporate governance* delle società, sino a coinvolgere – quasi necessariamente in un contesto caratterizzato da teleologia euro-unionale – anche il fine ultimo delle stesse *corporations*.

⁴⁵ M. RABITTI, *Modelli partecipativi di gestione e prevenzione dei nuovi rischi di impresa tra regolazione e vigilanza*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, a cura di R. Lener, A. Sciarrone Alibrandi, M. Rabitti, F. Sartori, Torino, 2024, 143 ss.; AA.VV., *Impresa e rischio. Profili giuridici del risk management*, a cura di S.A. Cerrato, Torino, 2019. Per le assicurazioni, in generale, si veda A. CAPIELLO, *Regolamentazione e risk management nelle imprese assicurative. Profili evolutivi*, Milano, 2008, nonché O.M. CALLIANO, *Introduzione. Gestione del rischio giuridico e diritto delle assicurazioni*, in AA.VV., *Avoid, transfer, retain. Aspetti giuridici dell'enterprise risk management e diritto delle assicurazioni*, a cura di O.M. Calliano, Torino, 2016, 25 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impresa e società*, 2018, 239 ss.; G. FARINA, *Assetti adeguati e società assicurativa. Questioni in tema di solvibilità*, Napoli, 2024, spec. a 111 ss. Con riferimento alla sostenibilità, v. da G. BERTI DE MARINIS, *L'impresa di assicurazione e la distribuzione dei prodotti assicurativi*, in AA.VV., *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu-Messineo*, Milano, 2023, spec. a 145 ss. nonché l'intervento del prof. Cesari, *Sostenibilità e assicurazione*, tenuto al Convegno Nazionale AIBA, tenutosi a Roma il 29 marzo 2023, reperibile al seguente link: <https://www.ivass.it/media/interviste/intervista/sostenibilit-e-assicurazione/>. Il rapporto tra sostenibilità e doveri organizzativi è stato indagata anche da A. CARRISI, *La finanza sostenibile e la ricerca di nuovi parametri di adeguatezza*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, suppl., 1 ss.

⁴⁶ J.J. BURKE, *Do boards take environmental, social, and governance issues seriously? Evidence from media coverage and CEO dismissals*, in *Journal of Business Ethics*, 2022, 176, 647 ss., che individua nei media, un soggetto esterno influente in quanto in grado di formare e riflettere l'opinione pubblica anche su questioni ESG.

interessi altri rispetto al mero profitto, comprendendovi anche fattori ambientali, come fisiologico sviluppo dell'azione sociale⁴⁷.

Orbene, i due concetti paiono talvolta finanche (con)fondersi nei sistemi speciali, in cui la regolazione pubblica parrebbe progressivamente orientata a “imporre” in capo alle società soggette a supervisione esterna un fattivo impegno economico, finanziario e organizzativo, connotato da finalità di interesse generale che includono – a livello di *soft e hard law*⁴⁸ – anche i relativi *stakeholders*. Aspetto, quest'ultimo, che deve essere letto in combinato con le ulteriori prescrizioni di fonte primaria e secondaria riguardanti, *inter alia*, fattori socio-ambientali⁴⁹.

A valle delle considerazioni di carattere generale, deve osservarsi che l'emergere del rischio connesso alla sostenibilità non comporta di per sé lo “*snaturamento*” della definizione tipica delle società e del loro

⁴⁷ Sul punto è intervenuto U. TOMBARI, Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e «scopo della società», cit., 226 ss., secondo cui «l'adozione dei fattori ESG — tanto nelle politiche societarie, quanto nelle scelte di investimento — non si pone in antitesi con il perseguimento di un vantaggio economico; più in particolare, assume rilevanza l'interesse economico e finanziario complessivo dell'impresa e dei soci nel lungo periodo, supportato e reso possibile grazie anche a politiche di sostenibilità sociale ed ambientale». *Contra* S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss.

⁴⁸ Sull'evoluzione (normativa e non) relativa all'incidenza dei fattori ESG sul governo societario, cfr. A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 1/suppl. 3, 83 ss.

⁴⁹ Cfr. le riflessioni contenute nel documento “Sostenibilità, governance e finanza dell'impresa. Impatto degli ESG con particolare riferimento alle PMI”, elaborato Commissione di studio “Governance e finanza” istituita presso il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili. *Ivi* si veda E. DE NUCCIO, *Presentazione*, in cui si afferma: «dovremmo in qualche modo, tutti (professionisti, imprese, legislatore), sentirci obbligati non solo alla conformità alla norma, anzi, al rispetto della norma, bensì alla riflessione sui suoi valori, sul valore della sostenibilità. L'iniziativa dei commercialisti su questi temi, in quanto dotata delle necessarie competenze tecnico-professionali quali consulenti dell'impresa, deve essere robusta e diffusa; deve essere sempre più informata, consapevole e volta alla “pubblica opinione”; deve essere, cioè, tale da spingere ciascuno (il legislatore *in primis*) ad assumersi responsabilità di scelte scientificamente inderogabili, anche quando politicamente scomode o incerte. Dobbiamo colmare gli spazi delle scelte, muovendoci al passo con i tempi, perché tale responsabilità sia compresa e concretizzata con più agilità, per non pregiudicare ulteriormente l'intero ecosistema e il futuro di chi verrà dopo di noi».

scopo: d'altronde, la *risk governance* – ormai ricompresa nella definizione del sistema di governo societario – si fonda sull'analisi e sulla mappatura dei rischi e sul mantenimento di adeguati livelli di mitigazione dei medesimi. L'esigenza di individuare strategie correlate ai rischi, immanenti nella definizione stessa di attività d'impresa, infatti, non muta al mutare dei medesimi⁵⁰. E, in continuità con tale ultima conclusione, rilevano considerazioni di *governance*: i controlli interni, ai fini di adeguatezza, infatti, devono fondarsi sulla piena cognizione dei rischi attuali e sull'istituzione di linee di intervento nel caso di verifica dei rischi prospettici. La sostenibilità, dunque, dovrebbe essere intesa quale elemento di ulteriore apprezzamento delle scelte organizzative e imprenditoriali⁵¹.

Di “snaturamento”, invece, sembrerebbe potersi parlare laddove si assiste all'introduzione di istanze⁵² che richiedono un'azione proattiva dei soggetti su questo operanti⁵³. Su tale piano, occorre infatti rilevare che sino alla *mutazione* avvenuta per via dell'influenza dei fattori ESG,

⁵⁰ In tali termini G. SCHNEIDER, *Prevenzione della crisi d'impresa e rischi ESG: il ruolo della finanza sostenibile*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 327, ove riferimenti normativi, regolamentari e di *soft law*.

⁵¹ U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?*, in *Riv. soc.*, 2021, 13, secondo cui «la concretizzazione del principio generale di gestire l'impresa con diligenza impone probabilmente agli amministratori, in questo determinato momento storico, di perseguire un interesse lucrativo in modo sostenibile nel tempo ed in rapporto anche agli interessi esterni all'impresa (e quindi prendendo in considerazione gli interessi degli *stakeholders*, nella loro variegata composizione)».

⁵² Si veda, ad esempio, all'art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, primo periodo, t.u.f., secondo cui la politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo. Oppure, si guardi alla lett. f) dell'art. 2.2 (*Linee applicative*) di cui alla sez. III, della Circ. 285, cit., ove si chiarisce che la definizione delle strategie aziendali non può prescindere dall'identificazione degli obiettivi di finanza sostenibile e, in particolare, l'integrazione dei fattori ESG nei processi relativi alle decisioni aziendali.

⁵³ Si v. F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, cit., 315 ss., ove si nota che il tema inerente ai rapporti (commerciali) tra istituti di credito e terze parti «è di massima importanza e (...) giunge a toccare questioni strettamente legate all'operatività, e dunque alla sopravvivenza, degli istituti di credito, quali sono ad esempio quelle relative alla sorte dei (i) prodotti collocati per conto proprio o di terzi sui mercati o (ii) degli investimenti direttamente effettuati (piano della finanza) e/o (iii) ai mutui concessi (piano dell'economia reale)».

non si registrava, nell'ordinamento interno, la presenza di molteplici indicazioni concernenti specifici oneri relativi al perseguimento di fini diversi dal profitto⁵⁴; e nemmeno, da altro angolo visuale, di severe imposizioni poste a tutela dell'assolvimento degli oneri medesimi⁵⁵. Il tutto, nell'ottica di un approccio "neutrale" al mercato.

Gli istituti finanziari, poi, sono soggetti a sollecitazioni esterne che influenzano considerevolmente le relative attività imprenditoriali. In tale contesto, infatti, già a partire da un'epoca precedente all'introduzione di una legislazione spiccatamente responsabilizzante degli operatori economici, le società di notevoli dimensioni si erano mosse nel senso di incidere sul *business* dei rispettivi soggetti contraenti, quali fornitori e clienti, tramite clausole negoziali di regolazione dei rapporti, e quindi attraverso strumenti di diritto privato che ben possono svolgere un ruolo di indirizzo verso comportamenti virtuosi. Così la sostenibilità acquista rilievo anche con riferimento alla forza negoziale dei soggetti vigilati in settori in cui le lacune normative sono spesso colmate dall'autonomia privata⁵⁶.

Quanto affermato, pertanto, consente di accennare a due differenti (e preliminari) spunti di riflessione: *in primis*, l'attività degli operatori di

⁵⁴ Alcune fattispecie, invero, sono state tipizzate dal legislatore. Spesso, tuttavia, quest'ultime sono state inserite in fonti normative che derogano alla disciplina generale, secondo un rapporto di genere a specie. Ne sono un esempio le società *benefit* e le imprese sociali. Il caso prospettato nella presente trattazione, invece, è differente, se non opposto: a voler assecondare le mire unionali (su cui v. *infra* al §5), infatti, il terreno si sposta da un modello speciale di legislazione ad uno generale e coinvolge tutte le società che rientrano nei criteri (quantitativi) dettati dalla normativa. Per tale prospettiva, v. S.A. CERRATO, *op. cit.*, 63 ss

⁵⁵ Specialmente nei settori vigilati, infatti, la normativa è tesa a garantire, oltre alle aspettative delle compagini sociali di veder remunerato il proprio investimento e la sana e prudente gestione sociale, elevati livelli di tutela dei singoli individui verso cui l'attività di intermediari, banche o assicurazioni è diretta.

⁵⁶ Sul punto si vedano M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, in AA.VV., *Soluzioni assicurative per la resilienza delle imprese agricole rispetto al rischio climatico*, a cura di S. Landini, Napoli, 2023, 75 ss. Peraltro, il fenomeno conosce confini diversi rispetto a quelli delle singole giurisdizioni nazionali in quanto «i processi di globalizzazione hanno posto in crisi la statualità del diritto e la sovranità del legislatore nazionale, inadeguato a regolamentare processi economici che ne trascendono l'ambito territoriale, stimolando centri di produzione normativa diffusi, nell'estensione sia della "governance giudiziaria" sia della "governance contrattuale"». Così R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, agosto 2024, 18.

particolare rilevanza pubblica è diretta al rispetto di prescrizioni non soltanto legislative e regolamentari, ma anche di indirizzi di natura privatistica, sia nell'ambito degli *standard* di rendicontazione sostenibile (nel sistema unionale, gli ESRS di cui alla CSRD), sia nel campo obbligazionario, della consulenza e della gestione dei portafogli⁵⁷.

In secondo luogo, in un'ottica (para)istituzionale, si può rilevare come la funzione di banche, assicurazioni ed emittenti quotati sia ormai compatibile con i compiti di *gatekeeping*⁵⁸. Compiti che, tuttavia,

⁵⁷ Si pensi – nel mercato del debito – agli *standard* elaborati dall' International Capital Market Association (ICMA) concernenti le caratteristiche dei titoli “vincolati” a scopi sociali o ambientali. Il riferimento è dunque ai *Green bond principles* (GBP), ai *Sustainability Bond Guidelines* (SBG), *Sustainability-Linked Bond Principles* (SLBP), in ordine all'emissione obbligazionaria connessa a fini ambientali, e ai *Social Bond Principles* (SBP), circa gli scopi sociali. Da un punto di vista legislativo, cfr. le modifiche – apportate dalla Direttiva del 27 novembre 2019, n. 2019/2034/UE – alla Direttiva del 26 giugno 2013, n. 2013/36/UE (CRD IV) in cui, come descritto nel *Piano di azione per la finanza sostenibile* pubblicato da Consob, «viene conferito mandato all'EBA di valutare la potenziale inclusione dei rischi ambientali, sociali e di governance nella revisione e nella valutazione effettuate dalle autorità competenti, nonché di elaborare una relazione in merito all'introduzione di criteri tecnici per le esposizioni relative ad attività che sono sostanzialmente associate a obiettivi ESG per il processo di revisione e valutazione prudenziale». Ivi, sono inoltre specificate le modifiche, intervenute a seguito dell'emanazione del Regolamento (UE) del 27 novembre 2019, n. 2019/2033/UE, al Regolamento (UE) del 26 giugno 2013, n. 2013/575/UE (CRR), in cui è ora demandata all'EBA la redazione di standard tecnici per la *disclosure* dei rischi ESG. Nel campo assicurativo, la Commissione europea è intervenuta – con il Regolamento delegato (UE) del 21 aprile 2021, n. 2021/1257/UE – modificando il Regolamento delegato del 21 settembre 2017, n. 2017/2359/UE, che ora impone alle imprese, nell'ambito della consulenza su prodotti d'investimento assicurativi di tenere in considerazione gli obiettivi di investimento dei clienti, inclusa la relativa tolleranza al rischio e le «eventuali preferenze di sostenibilità» (art. 9, par. 2, lett. a). Le preferenze espresse dai clienti in materia di sostenibilità rilevano anche nell'ambito servizi di consulenza o di gestione del portafoglio, ai sensi dell'art. 54 della Direttiva (UE) del Regolamento delegato del 25 aprile 2016, n. 2017/565/UE, modificata, tra gli altri, dal Regolamento delegato del 21 aprile 2021, n. 2021/1254/UE.

⁵⁸ Si pensi inoltre al tema della concessione di mutui in cui le imprese bancarie, ai fini dell'integrazione della sostenibilità nelle procedure relative al rischio di credito, sempre più spesso inseriscono, quali condizioni per accedere al finanziamento, clausole che impongono ai mutuatari di conformarsi alle prescrizioni vigenti in tema di tutela dell'ambiente. Ciò, avviene sulla base sia delle pressanti richieste del mercato, sia degli indirizzi regolamentari e legislativi in materia. Con riferimento a

identificano – specialmente se collocati in una prospettiva impositiva⁵⁹ – limitazioni (talvolta, come accennato, anche “*autoimposte*”) alla già circoscritta discrezionalità⁶⁰ dell’attività economica nei settori sezionali.

tale ultimo aspetto, si vedano gli *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, ABE/GL/2020/06, del 29 maggio 2020, emessi dall’EBA, e la successiva nota di attuazione (n. 13 del 20 luglio 2021) di Banca d’Italia. Si vedano poi le *Aspettative di vigilanza sui rischi climatici e ambientali*, cit. Il tema naturalmente meriterebbe una più ampia trattazione. Sul punto cfr. M. DE POLI, *Mitigazione del rischio climatico e accesso al credito*, cit., 75 ss.

⁵⁹ Cfr. tuttavia, in una prospettiva di conciliazione tra il regime vigente all’interno dell’Unione europea e il fisiologico esercizio dell’attività imprenditoriale, i rilievi espressi da R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 1 ss.

⁶⁰ I settori speciali risentono di “*maglie*” più strette rispetto alle società di diritto comune in virtù, tra gli altri, dell’introduzione nell’ordinamento del concetto di «sana e prudente» gestione sociale, rinvenibile nei testi legislativi (e regolamentari) concernenti le finalità della vigilanza su banche (art. 5, t.u.b.), emittenti quotati (art. 5 t.u.f.) e assicurazioni (art. 3 c.a.p.). Cfr. M. DE POLI, *Sana e prudente gestione delle imprese finanziarie*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell’economia*, cit., 57 ss.; F. SARTORI, *Disciplina dell’impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.; A. ANTONUCCI, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa, I, Torino, 2013, 39, che nella critica alla disposizione, ha osservato come il concetto di «sana e prudente gestione», sia stato in grado di lasciar «passa[re] [di] tutto», con ciò evidenziando che la mancata specificazione definitoria della locuzione abbia permesso di attuare un controllo prudenziale sempre più stringente da parte delle Autorità di vigilanza. Da ultimo, v. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in AA.VV., *Diritti e Mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua, Padova, 2022, 63 ss.; A. VALZER, *Commento sub art. 5*, in AA.VV., *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di C. Costa e A. Mirone, Torino, 2024, 38 ss. Per le assicurazioni, sotto il vigore del Regolamento ISVAP n. 20 del 26 marzo 2008, G. DESIDERIO, *La sana e prudente gestione nella disciplina dei controlli assicurativi*, in *Dir. econ. ass.*, 2010, 309 ss. e più recentemente, S. BUTERA e F. MONTEMAGGIORI, *La “governance” delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Assicurazioni*, 2018, 41 ss.; M. SIRI, *Efficacia del consiglio di amministrazione delle imprese assicurative e ruolo della supervisione prudenziale nella valutazione della risk governance*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 239 ss.; S. DELL’ATTI e S. SYLOS LABINI, *Il governo societario nelle imprese di assicurazione. Regolamentazione, proporzionalità e gestione del cambiamento*, Milano, 2019, 81 ss.; S. LANDINI, *Corporate governance e assicurazioni*, in *Giur.comm.*, I, 2023, 389 ss. e in AA.VV., *Governance e mercati. Studi in onore di*

4. Ancora sul coinvolgimento di entità private nel perseguimento di obiettivi sostenibili: il caso dei proxy advisors

Le considerazioni svolte sia con riguardo al ruolo delle agenzie di *rating* sia con riferimento all'ambito delle società vigilate attengono in misura particolare alla necessità di consentire che la scelta operata dai *market participants* concernente l'investimento – sostenibile, nel caso di specie – sia consapevole e informata⁶¹. Su tale terreno, come già anticipato, insistono prerogative e poteri di una moltitudine di soggetti, la cui attività afferisce a momenti qualitativamente diversi e temporalmente separati⁶².

Si è detto che le agenzie di *rating* forniscono una valutazione in merito a particolari aspetti di un soggetto imprenditoriale. Elemento che, dunque, viene preso in considerazione in momento antecedente alla decisione di investire.

Quanto ad una fase successiva, invece, le caratteristiche di sostenibilità possono essere osservate e analizzate anche sulla base di valutazioni poste dal *proxy advisor*⁶³ che, nella regolamentazione unionale, acquisisce caratteri tipici e circoscritti: si tratta, in particolare, di «una persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle

Paolo Montalenti, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato e E. Desana, Torino, 2022, 1289.

⁶¹ La “*presa d'atto*” da parte delle Istituzioni europee è sul punto evidente. Si pensi, ad esempio, al Regolamento (UE) 2019/2088, cit., che, nell'ambito dell'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – al Considerando 11 – afferma: «negli ultimi anni si è registrato un notevole incremento della domanda di informazioni societarie sulla sostenibilità, soprattutto da parte della comunità degli investitori. Tale incremento è determinato dalla natura mutevole dei rischi a cui sono esposte le imprese e dalla crescente consapevolezza degli investitori riguardo alle implicazioni finanziarie di tali rischi».

⁶² Sulla differenza, v. M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, 8 ss.

⁶³ I *proxy advisors* hanno avuto un florido sviluppo delle proprie attività negli Stati Uniti, ove sono frequenti le cc.dd. *proxy fights* e *contested elections*. Si v. sul punto R. PERNA, *Mito e realtà della democrazia societaria. Il proxy voting nelle public companies statunitensi*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 537 ss.

decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto»⁶⁴.

La definizione coglie l'essenza dell'attività degli enti, denominati anche “*consulenti di voto*”⁶⁵, i cui tratti caratterizzanti si esplicano nell'analisi delle proposte di deliberazione assembleare e l'emissione di una successiva raccomandazione ai propri clienti (spesso, investitori istituzionali⁶⁶).

Il ruolo dei *proxy advisors* si dimostra senza dubbio efficace nella riduzione dei cc.dd. costi transattivi⁶⁷ connessi al voto assembleare, sostanziandosi nell'aggregazione di dati e notizie concernente i singoli emittenti⁶⁸. Invero, a fare da contraltare alla materiale raccolta di

⁶⁴ Così l'art. 2, par. 1, lett. g) della Direttiva dell'11 luglio 2007, n. 2007/36/CE (SRD), come successivamente modificata e integrata dalla Direttiva del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (SRD II). L'art. 124 *quater* t.u.f., introdotto in attuazione delle fonti unionali con il d.lgs. del 10 maggio 2019, n. 49, fornisce una definizione sostanzialmente sovrapponibile. Secondo la norma da ultima citata, il *proxy advisor* è un «soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione Europea nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto».

⁶⁵ G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017.

⁶⁶ Per considerazioni generali in ordine al rapporto tra investitori istituzionali, solitamente soci di minoranza, attivismo assembleare e consulenze di voto dei *proxy advisors* in Italia, si v. M. BELCREDI e L. ENRIQUES, *Institutional Investor Activism in a Context of Concentrated Ownership and High Private Benefits of Control: the Case of Italy*, ECGI Working Paper Series in Law, n. 225/2013, 2014. Si vedano anche S. CHOI, J. FISCH e M. KAHAN, *The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?*, in *Emory Law Journal*, 2010, 59, 869 ss., nonché S. ALVARO, M. MAUGERI e F. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderno giuridico Consob*, n. 19, 2019.

⁶⁷ Si pensi, poi, alla circostanza che spesso gli investitori istituzionali svolgono la propria attività di gestione delle partecipazioni in mercati esteri. Sul punto v. A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 124, rileva: «lo svolgimento di un'attività istruttoria e valutativa sul merito delle proposte assembleari diviene compito – non solo oneroso in termini di costi e di tempi, ma anche – complesso dal punto di vista tecnico».

⁶⁸ Rileva M. MAUGERI, *op. cit.*, 5, che il ruolo dei consulenti di voto è in realtà duplice. A fianco della già menzionata funzione di riduzione dei *transaction costs*, in quanto essi «fungono nel contempo da meccanismo di aggregazione delle preferenze di questi ultimi in ordine ai temi del governo societario e delle politiche di

informazioni, che si configura come elemento statico-quantitativo dell'attività, si accosta anche una fase valutativa, che ne rappresenta il momento dinamico-qualitativo. Motivo per cui questi soggetti del mercato hanno acquisito rilevanza in un contesto sempre più partecipato da investitori inclini a fare affidamento su tali servizi di consulenza⁶⁹.

Cionondimeno, posta la questione su un terreno generale, preme rimarcare che l'emergere sulla scena economica dei *proxy advisors* potrebbe dar vita ad una nuova dinamica di conflitto tra *principal* e *agent*⁷⁰. In particolare, l'attività di tali operatori è caratterizzata da opacità e, in alcuni casi, da segretezza dei meccanismi e dei sistemi di valutazione⁷¹. Ciò, allora, potrebbe consentire agli *advisors* di rendere ulteriori servizi alle società sulle decisioni delle quali incide il processo di valutazione⁷². Così, verrebbe a concretizzarsi un'ipotesi di conflitto

remunerazione, così canalizzando un flusso informativo verso gli emittenti e orientandone le determinazioni finali su quei temi».

⁶⁹ Peraltro, il regime in cui i consulenti di voto operano si caratterizza per essere oligopolista, se si considera che il mercato di tali servizi è appannaggio di soltanto alcuni soggetti. Già prima dell'introduzione della Direttiva (UE) del 17 maggio 2017, n. 2017/828/UE (Direttiva *Shareholder Rights II* o SRD II), emergeva la necessità di regolare i servizi dei *proxy advisor* in virtù del loro ruolo di «arbitri» delle decisioni assembleari. Per tale prospettiva v. A. MORINI, *Proxy advisors: attività e prospettive regolatorie*, in *Banca borsa*, 2015, 759 ss. Dopo l'introduzione della SRD II, v. L. PALOMBO, *The Shareholder Rights Directive II: Innovations and Critical Issues in the European Project of Corporate Governance in the Context of Sustainability and Long-Term Orientation*, in *Dir. econ. impr.*, 2021, 823 ss.

⁷⁰ In ordine al quale cfr., oltre a M. MAUGERI, *op. loc. ult. cit.*, anche A. MORINI, *op. cit.*, 769-770; T. LI, *Outsourcing Corporate Governance: Conflicts of Interest and Competition in the Proxy Advisory Industry*, *ECGI - Finance Working Paper* n. 389, 2013. T.C. BELINFANTI, *The Proxy Advisory and Corporate Governance Industry: The Case for Increased Oversight and Control*, in *Stanford Journal of Law Business & Finance*, 2009, 14, 385 ss.

⁷¹ Sul piano materiale, tuttavia, l'art. 124 *octies*, comma 1, t.u.f., dispone: «i consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga [*inter alia*] a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; (...) f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse».

⁷² A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, cit., 121 ss. Sugli interventi euro-unionali in termini di trasparenza, cfr. L. PALOMBO, *op. cit.*, 823 ss.

di interessi: da una parte, i *proxy advisors* sarebbero incaricati di fornire indicazioni di voto sulla base di valutazioni e rilevazioni (anche, a dire il vero, automatizzate); dall'altro, gli stessi potrebbero intessere relazioni commerciali, create dal conferimento di incarichi professionali da parte dell'alta dirigenza o del *board* degli emittenti stessi, con la conseguenza di minarne l'indipendenza di giudizio.

Quanto precede, nell'ambito di queste riflessioni, deve ricollegarsi al perimetro delle considerazioni sulla sostenibilità, ove più che ragioni imprenditoriali, sono elementi reputazionali e di immagine a svolgere un ruolo cruciale. Per effetto di tale conflitto, che peraltro corre il rischio di verifica in tutti gli ambiti in cui tali soggetti privati operano⁷³, verrebbe a delinearsi una situazione di carenza informativa e possibile sviamento delle scelte degli azionisti.

In altri termini, il “*fattore sostenibile*”, se non attentamente valutato e se collocato in una cornice “*miope*”, potrebbe compromettere il vantaggio che sempre più investitori (istituzionali) tentano di trarre dall'attività esercitata dai consulenti di voto.

Per altro verso, l'operazione degli emittenti di affidare la prestazione di servizi ulteriori alle società consulenti potrebbe comportare ricadute sistematiche in ordine alla realizzazione di obiettivi sostenibili, potendosi verificare un'ipotesi di eterogenesi dei fini. Assecondando tale prospettiva, l'impulso delle prospettive di mercato, che ha ingenerato nel tempo fiducia sulla creazione di valore per gli azionisti attraverso un processo di concretizzazione di politiche “verdi” e “sociali”, potrebbe diventare fonte di ulteriori criticità dei mercati, inerenti in modo specifico ai fenomeni variamente denominati di *washing*, specialmente nella loro declinazione *green*⁷⁴.

⁷³ Cfr. M. BELCREDI, S. BOZZI, A. CIAVARELLA e V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay*, cit., 8 ss.

⁷⁴ Su cui v., tra gli altri, B. BALLAN e J.J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Washington and Lee Law Review*, 2024, 81, 545 ss.; D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, I, 601 ss.; ivi G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il “greenwashing” alla prova del rischio di condotta*, 2022, I, 222 ss.; ivi, S. QUADRI, *Nuovi orizzonti per una finanza realmente sostenibile*, 2022, I, 406; A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 513 ss.; ID., ivi, *The sound of*

5. *Il regime euro-unionale: innovazioni ed effetti della Direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence. Prime riflessioni*

La *corporate governance* delle società risente, in particolar modo nelle grandi concentrazioni economiche, dell’“*ascendenza*” della normativa unionale. Quest’ultima influenza, infatti, il diritto societario e il diritto dei mercati⁷⁵. In tale ottica, anche l’Unione europea è divenuta, nell’ambito della sostenibilità, un campo di sperimentazione delle innovazioni concernenti la disciplina dei fattori ESG.

Gli interventi euro-comunitari si sono mossi sino ad oggi lungo due direttrici differenti: la responsabilizzazione degli attori coinvolti dalla normativa via via introdotta e la regolazione finanziaria degli investimenti (eco)sostenibili⁷⁶.

Entrambi gli ambiti, invero, si misurano con altrettanti problemi applicativi.

Di questi, il primo si sostanzia nella carenza di un *framework* di disciplina coerente con le istanze di mercato e le norme concernenti il governo societario adottate dai singoli Stati nazionali.

Il secondo, invece, si caratterizza quale limite all’azione legislativa: il contesto geopolitico attuale rende la normativa unionale quantomai “*instabile*”, in virtù dell’esigenza di prefigurare soluzioni alle necessità di finanziamento delle imprese e di perseguimento degli obiettivi stabiliti dalla Commissione europea nel Piano di azione 2018⁷⁷. Lo

(eco)silence. Greenhushing, *informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*, 2024, 321 ss.; A. TROISI, *La comunicazione ambientale: il greenwashing dietro la sostenibilità*, in AGE, 2022, 353 ss.

⁷⁵ Su cui v. P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in AA.VV., *Trattato di diritto privato dell’Unione europea*, IV, a cura di P. Montalenti, diretto da G. Ajani e G.A. Benacchio, Torino, 2022; N. DE LUCA, *European Company Law*, Cambridge, 2021; S. GRUNDMANN, *European Company Law*, II ed., Cambridge, 2012. In ordine al diritto dei mercati finanziari, cfr. M. ORTINO, *Il diritto dell’economia finanziaria europea e l’approccio pluralista alla regolazione*, in Riv. reg. merc., 2019, 135 ss.;

⁷⁶ Sulla *ratio* della disciplina v. A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell’impresa azionaria. Fra regole e contesto*, cit., *passim*.

⁷⁷ Si veda la Comunicazione COM (2018) 97 della Commissione europea in data 8 marzo 2018, in cui – al fine di realizzare gli obiettivi contenuti nella c.d. Agenda 2030 – venivano delineati i caratteri del *Piano d’azione per finanziare la crescita sostenibile*. Tra questi figuravano il miglioramento delle informazioni societarie, la creazione di un sistema unificato di classificazione degli investimenti sostenibili, l’integrazione della sostenibilità all’interno dei requisiti prudenziali di istituti bancari

scenario ora descritto, coinvolgente tensioni internazionali e conflitti potenzialmente globali, comporta l'emersione di continui bisogni cui le istituzioni unionali fanno fronte in assenza di sistematicità e organizzando l'azione ordinamentale secondo logiche transitorie⁷⁸.

È nella situazione di cui si è dato brevemente conto che la legislazione sostenibile si è inserita, caratterizzandosi, per quanto di interesse in quest'analisi, per l'intento (dichiarato⁷⁹) di incrementare i

e imprese di assicurazione. In argomento, cfr. M. SEPE, *La sostenibilità nel governo della complessità sistemica: per un approccio valoriale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2024, 12 ss.

⁷⁸ Si v. Regolamento delegato (UE) del 9 marzo 2022, 2022/1214/UE, di modifica al Regolamento delegato (UE) 2021/2139 per quanto riguarda le attività economiche nei settori del gas e del nucleare, nonché le successive modifiche apportate dal Regolamento delegato (UE) 2023/2485 della Commissione, del 27 giugno 2023, che fissa criteri di vaglio tecnico supplementari che consentono di determinare a quali condizioni si possa considerare che talune attività economiche contribuiscono in modo sostanziale alla mitigazione dei cambiamenti climatici o all'adattamento ai cambiamenti climatici e se non arrecano un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale

⁷⁹ Si vedano, ad esempio, il Considerando n. 9: «le catene globali del valore, e in particolare le catene del valore delle materie prime critiche, sono colpite dagli effetti negativi dei rischi di origine naturale o umana. È probabile che in futuro aumentino la frequenza e l'impatto degli *shock* che comportano rischi per le catene del valore critiche. Il settore privato potrebbe svolgere un ruolo importante nella promozione di una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, evitando nel contempo la creazione di squilibri nel mercato interno. Ciò sottolinea l'importanza di rafforzare la resilienza delle società a scenari avversi connessi alle loro catene del valore, tenendo conto delle esternalità nonché dei rischi sociali, ambientali e di *governance*»; il Considerando n. 16: «la presente direttiva mira ad assicurare che le società attive nel mercato interno contribuiscano allo sviluppo sostenibile e alla transizione economica e sociale verso la sostenibilità attraverso l'individuazione, e, ove necessario, l'attribuzione di priorità, la prevenzione, l'attenuazione, l'arresto, la minimizzazione e la riparazione degli impatti negativi, siano essi effettivi o potenziali, sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività delle società stesse nonché alle attività delle loro filiazioni e dei loro partner commerciali nelle catene di attività cui le società partecipano, e garantendo che le persone colpite dal mancato rispetto di tale obbligo abbiano accesso alla giustizia e ai mezzi di ricorso. La presente direttiva lascia impregiudicata la responsabilità degli Stati membri di rispettare e tutelare i diritti umani e l'ambiente ai sensi del diritto internazionale»; e il Considerando n. 19, primo periodo: «le società dovrebbero adottare le iniziative opportune per istituire e attuare, conformemente alla presente direttiva, misure relative al dovere di diligenza, per quanto riguarda le proprie attività, quelle delle loro filiazioni nonché quelle dei loro *partner* commerciali, diretti e indiretti, lungo l'intera catena di attività».

profili di *accountability* delle singole persone giuridiche e delle imprese capogruppo situate nei confini unionali⁸⁰.

L'introduzione della Direttiva (UE) del 13 giugno 2024, n. 2024/1760, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (*Corporate Sustainability Due Diligence Directive* o CSDDD) deve essere analizzata secondo lo schema di lettura cui si è fatto cenno.

La Direttiva rappresenta un “*cambio di passo*” nelle intenzioni euro-unionali. In un momento precedente, infatti, le politiche – afferenti in prevalenza alla lettera “E” dei fattori ESG – si erano, come anticipato, attestate nel senso di imporre obblighi di informativa in ordine ad aspetti sostenibili. L'impegno degli emittenti, se non altro, si era arrestato dunque ad una fase organizzativa, resasi necessaria dalle norme sulla *disclosure* delle informazioni non finanziarie⁸¹.

La normativa sulla *corporate sustainability due diligence*, unitamente alla già menzionata Direttiva CSRD, per un verso rafforza i doveri di disvelamento, e per l'altro introduce obblighi pienamente rientranti tra le decisioni gestorie.

È qui che si coglie il cambiamento legato alle iniziative attuate in seno all'Unione europea. In particolare, la CSDDD accresce, inasprendoli, i doveri inerenti alle politiche sostenibili in capo agli emittenti⁸². Invero, la normativa istituisce un collegamento funzionale

⁸⁰ Cfr., anteriormente all'entrata in vigore della CSDDD, B. SAAVEDRA SERVIDA, *Sostenibilità ambientale, autonomia privata e private regulation*, in AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, cit., 209 ss., spec. 224-225.

⁸¹ Si v. M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023, 630 ss.; L. LOCCI, *Brevi riflessioni in materia di fattori ESG e informativa non finanziaria nella crisi da Covid-19*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 124 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione non finanziaria tra sostenibilità e profitto*, in *AGE*, 2022, 145 ss.; F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *NLCC*, 2019, 458 ss.

⁸² Tuttavia, si veda l'art. 29, par. 1, della Direttiva CSDDD, a norma del quale «una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi *partner* commerciali nella sua catena di attività». Cfr. M. CORGATELLI, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Outstanding Issues*, 2024, 112, reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4887184. L'A. osserva «anzi, qualora il potenziale impatto [negativo] fosse stato identificato tramite la *due diligence*, sarebbe il *partner* ad essere inadempiente nei confronti della società obbligata, per mancato adempimento delle garanzie contrattuali relative al

tra l'attività delle società⁸³ e i loro «partner commerciali»⁸⁴ o le loro «filiazioni»⁸⁵. La diligenza di cui la Direttiva tratta è intesa dunque in senso ampio e coinvolge la funzione di supervisione che gli emittenti rientranti nell'ambito della relativa applicazione devono svolgere sulla loro «catena del valore»⁸⁶.

Occorre rammentare che la proposta di Direttiva stilata dalla Commissione aveva esplicitato ulteriori doveri in capo agli amministratori delle società, prevedendo forme di responsabilità per violazioni ambientali e sociali (artt. 25 e 26)⁸⁷. Elemento, quest'ultimo,

rispetto del codice di condotta della società ed eventualmente al piano d'azione preventivo, ex art. 10, par. 2, lett. b)».

⁸³ La Direttiva CSDDD, ad oggi e salvo quanto si dirà in ordine al c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025, si applica alle società che sono costituite in uno Stato membro e soddisfano una delle seguenti condizioni: (i) avere avuto, in media, più di mille dipendenti e un fatturato netto a livello mondiale superiore a 450.000.000 euro nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio; (ii) essere la società capogruppo di un gruppo che ha raggiunto tali limiti minimi nell'ultimo esercizio per il quale è stato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d'esercizio consolidato; (iii) aver concluso o essere la società capogruppo di un gruppo che ha concluso accordi di *franchising* o di licenza nell'Unione in cambio di diritti di licenza con società terze indipendenti, qualora tali accordi garantiscano un'identità comune, un concetto aziendale comune e l'applicazione di metodi aziendali uniformi, e qualora tali diritti di licenza ammontino a più di 22.500.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale, e a condizione di aver registrato o di essere la società capogruppo di un gruppo che ha registrato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 80.000.000 euro nell'ultimo esercizio in cui è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio annuale (art. 2, par. 1).

⁸⁴ Art. 3, par. 1, lett. f) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁵ Art. 3, par. 1, lett. e) della Direttiva CSDDD, cit.

⁸⁶ Definibile, secondo quanto sancito al Considerando n. 25 della Direttiva CSDDD, anche «catena di approvvigionamento» o «catena delle attività».

⁸⁷ Si veda la Comunicazione *COM (2022) 71 final 2022/0051 (COD)* della Commissione europea in data 23 febbraio 2022. Sulla proposta di Direttiva cfr. G.D. MOSCO e R. FELICETTI, *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in *AGE*, 2022, 185 ss.; C.G. CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence directive (dalla «insostenibile leggerezza» dello scopo sociale alla «obbligatoria sostenibilità» della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 391 ss.; F. AGOSTINI e M. CORGATELLI, *Article 25 of the Proposal for a Directive on Corporate Sustainability Due Diligence: Enlightened Shareholder Value or Pluralist Approach?*, in *European Company Law*, 2022, 92 ss.; A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca borsa*, 2022, 372 ss.;

che non ha trovato collocazione nel testo legislativo definitivo. Tuttavia, gli obblighi ricadenti sugli emittenti, specifici e riferiti ad ogni modo anche a violazioni commesse da soggetti terzi, purché rientranti nella già menzionata catena del valore, potrebbero comportare in ogni caso un aggravamento della posizione degli amministratori.

In altri termini, ciò che era stato cacciato dalla *porta*, potrebbe rientrare dalla *finestra*. Infatti, la normativa unionale prevede che gli Stati membri recepiscano all'interno dei singoli ordinamenti nazionali tanto gli obblighi di diligenza delle imprese, quanto le sanzioni conseguenti al loro mancato assolvimento.

In tale cornice, pertanto, i doveri relativi all'adeguatezza degli assetti interni all'impresa potrebbero essere in grado di attrarre nel perimetro della relativa competenza le condotte (e le omissioni) degli amministratori che non vigilassero adeguatamente sulle scelte gestorie di un ente terzo⁸⁸. L'ampliamento della sfera di responsabilità potrebbe così raggiungere un'estensione simile a quella originariamente prevista agli artt. 25 e 26 della proposta di Direttiva, e che si era tentato di circoscrivere durante l'*iter* di approvazione.

Quanto precede, se da un lato chiarisce la rilevanza di attori economici di grandi dimensioni⁸⁹, dall'altro appare in contrasto con la necessità di attribuire al *management* poteri sufficienti al fine di adempiere ai doveri imposti dall'ordinamento. Si riconosce, in sostanza, a questi ultimi un ruolo a tal punto importante da poter considerare tali attori *gatekeepers* di un sistema che mira al

M. STELLA RICHTER JR. e M.L. PASSADOR, *Corporate Sustainability Due Diligence: Supernatural Superserious*, Bocconi Legal Studies Research Paper, 2022, al https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4293912#paper-citations-widget; A.M. PACCES, *Civil Liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: A Law & Economics Analysis*, ECGI Law Working Paper n. 691, 2023; C. MAK, *Corporate sustainability due diligence: More than ticking the boxes?*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2022, 29, 3, 301 ss.; A. LAFARRE, *The Proposed Corporate Sustainability Due Diligence Directive: Corporate Liability Design for Social Harms*, in *European Business Law Review*, 2023, 34, 2, 213 ss.

⁸⁸ Sul punto, A. VICARI, *Risikoolanalyse e Risikomanagement nella LkSG: spunti in tema di assetti adeguati nella "catena di fornitura"*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 757 ss.; P. M. SANFILIPPO, *Tutela dell'ambiente e "assetti adeguati" dell'impresa: compliance, autonomia ed enforcement*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 995 ss.;

⁸⁹ Circa l'attuale ambito di applicazione della Direttiva CSDDD, v. la nt. 83 *supra*.

raggiungimento di *standards* sociali e ambientali potenzialmente in grado di superare i confini dell'Unione europea⁹⁰.

Occorre pertanto evidenziare che l'estensione (surrettizia, per le ragioni sopraesposte) dei doveri di protezione ecosostenibile e sociale potrebbe accrescere le responsabilità gestorie degli amministratori, senza tuttavia prevedere garanzie di tutela dei medesimi⁹¹ e, in misura specifica, prerogative adeguate al loro adempimento.

Di fronte a tale ipotesi emergono dubbi in ordine alla qualificazione della posizione soggettiva del *management*, che pare sbilanciata verso una forma di responsabilità “*quasi*” oggettiva⁹². Soluzione, quest'ultima, che non sembra condivisibile, soprattutto se si considera

⁹⁰ Cfr. l'art. 2, par. 2 della Direttiva CSDDD e il Considerando n. 29, primo periodo, ove si specifica: «ai fini del pieno conseguimento degli obiettivi della presente direttiva circa gli impatti negativi sui diritti umani e gli impatti ambientali negativi delle attività delle società, delle attività delle loro filiazioni e dei loro *partner* commerciali nelle catene di attività cui esse partecipano, è opportuno includere anche le società di paesi terzi che svolgono attività consistenti nell'UE».

⁹¹ Doveri che si estendono oltre il perimetro della ecosostenibilità sino a includere anche obblighi di tipo sociale. In particolare, la definizione “*impatti negativi*” – contenuta all'art. 3, par. 1, lett. b), c) e d) – comprende anche forme di «abuso» sui diritti umani, a condizione che — la società sia ragionevolmente in grado di prevedere il rischio di tale lesione, considerate le circostanze del caso specifico, compresi la natura e la portata delle attività commerciali della società e la sua catena di attività, le caratteristiche del settore economico e il contesto geografico e operativo.

⁹² Il richiamo è al nostro ordinamento interno ove, prima della riforma del diritto societario del 2003, l'art. 2392, comma 2, c.c. prevedeva, a carico degli amministratori privi di delega, un dovere di vigilanza sul «*generale andamento della gestione*», cui era legata la previsione della responsabilità solidale per omessa vigilanza. Con le modifiche apportate dal d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, sono stati meglio descritti e circostanziati i doveri – e conseguentemente i profili di responsabilità ad essi riferibili – in capo agli amministratori. La Relazione alla Riforma, al n. 4, chiarisce infatti: «la eliminazione dal precedente secondo comma dell'art. 2392 dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, sostituita da specifici obblighi ben individuati (v. in particolare gli artt. 2381 e 2391), tende, pur conservando la responsabilità solidale, ad evitare sue indebite estensioni che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esperite da procedure concorsuali, finiva per trasformarla in una *responsabilità sostanzialmente oggettiva*, allontanando le persone più consapevoli dall'accettare o mantenere incarichi in società o in situazioni in cui il rischio di una procedura concorsuale le esponeva a responsabilità praticamente inevitabili. Si tratta di un chiarimento interpretativo di notevole rilevanza, avuto riguardo alle incertezze dell'attuale prevalente giurisprudenza».

che i criteri finalizzati a riconoscere gli «impatti negativi»⁹³ – propri e della propria catena di approvvigionamento – non sono condivisi⁹⁴ a livello internazionale, in special modo a voler guardare agli ordinamenti del c.d. Sud globale in cui spesso i *partner* della catena del valore si trovano ad operare⁹⁵, rischiando di rendere per questo ancora più complesso il ruolo di *gatekeeping* che ricade (ormai normativamente) sugli emittenti al vertice della catena medesima.

Sul punto, peraltro, preme osservare che il processo di armonizzazione euro-unionale, di là dal potersi considerare concluso, si colloca in un quadro giuridico in costante evoluzione. Il riferimento, come già ricordato, va inserito nel contesto geopolitico attuale, in cui emerge la necessità per l'economia e la finanza europee di aderire alle indicazioni contenute nella *Bussola dell'UE per riconquistare competitività e garantire prosperità sostenibile*⁹⁶. Non deve stupire, dunque, che il c.d. pacchetto *Omnibus* presentato dalla Commissione europea il 26 febbraio 2025⁹⁷ prospetti, nell'ottica della

⁹³ Si v. la definizione di cui all'art. 3 della Direttiva CSDDD e la Parte I del relativo Allegato, ai nn. 15 e 16.

⁹⁴ Da un lato, sul punto interviene la Parte II dell'Allegato alla Direttiva CSDDD a meglio specificare i divieti e gli obblighi inclusi negli strumenti in materia ambientale. Dall'altro, tuttavia, si tiene conto, all'art 3, lett. b) «della legislazione nazionale connessa alle disposizioni degli strumenti ivi elencati».

⁹⁵ Si noti che la Direttiva CSDDD, cit., all'art. 3 disciplina una definizione di «impatto ambientale negativo» e di «impatto negativo sui diritti umani», rinviando talora a quanto sancito anche da convenzioni internazionali. Tuttavia, in primo luogo, è possibile che gli accordi non siano stati sottoscritti da tutti i Paesi cui le filiazioni o i *partner* delle società stabilite all'interno dell'Unione europea svolgono la propria attività imprenditoriale; in secondo luogo, l'interpretazione di tali convenzioni potrebbe non essere unanimemente condivisa tra le varie giurisdizioni. Per tali ragioni, la capacità precettiva della Direttiva fuori dai confini europei pare di debole entità e difficilmente verificabile *a priori*.

⁹⁶ Si v. la Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, COM (2025) - 30 final, reperibile al link: https://italy.representation.ec.europa.eu/notizie-ed-eventi/notizie/bussola-dellue-riconquistare-competitivita-e-garantire-prosperita-sostenibile-2025-01-29_it, che aspira a concretizzare le raccomandazioni di cui al Rapporto Draghi, reperibile al link: https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en#paragraph_47059.

⁹⁷ Per quanto qui di interesse, v. le Comunicazioni della Commissione europea, COM (2025) n. 80 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0044, e n. 81 final, contenente la proposta di direttiva 2025/0045, del 26 febbraio 2025, reperibili al link: https://commission.europa.eu/publications/omnibus-i_en?prefLang=it. Si noti che il

semplificazione⁹⁸, modifiche alla normativa sostenibile in campo euro-unionale. La proposta, infatti, punta, *inter alia*, a restringere sensibilmente l'ambito di applicazione delle norme e il perimetro del dovere di diligenza, che, in linea di principio, verrebbe circoscritto ai soli *partner* commerciali diretti⁹⁹; ad alleggerire gli oneri informativi in capo a questi ultimi; ad eliminare alcuni effetti caducatori obbligatori – attualmente inseriti agli artt. 10, par. 6 e 11, par. 7 della direttiva – dei contratti sottoscritti con i *partner* commerciali, al fine di evitare o attenuare i cc.dd. impatti negativi ambientali o sui diritti umani; a snellire la platea di soggetti coinvolti nelle consultazioni di cui all'art. 13; nonché a rimuovere il regime autonomo di responsabilità civile, al momento previsto all'art. 29 della CSDDD. A tal riguardo, occorre notare che la Direttiva (UE) del 14 aprile 2025, n. 2025/794¹⁰⁰ – secondo il meccanismo denominato *stop the clock*¹⁰¹ – ha posticipato di

Parlamento europeo, in data 3 aprile 2025, ha approvato la risoluzione legislativa sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 per quanto riguarda le date a decorrere dalle quali gli Stati membri devono applicare taluni obblighi relativi alla rendicontazione societaria di sostenibilità e al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (COM(2025) n. 80 final, cit., pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea in data 14 aprile 2025, a seguito dell'approvazione da parte del Consiglio europeo.

⁹⁸ La semplificazione, infatti, rientra tra i cc.dd. «attivatori trasversali» contenuti nella richiamata Comunicazione della Commissione europea del 29 gennaio 2025, cit., che – unitamente ai «pilastri» tesi a (i) colmare il divario di innovazione, (ii) conciliare decarbonizzazione ed esigenze produttive e (iii) ridurre le dipendenze eccessive e aumentare la sicurezza – dovrebbe concorrere a favorire la competitività del sistema UE.

⁹⁹ Così l'art. 4 della proposta di direttiva Proposta di direttiva 2025/0045 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 81 final, cit. Cfr. sul punto G. DE FALCO, *CSDDD: il processo di destrutturazione del pacchetto Omnibus*, in *dirittobancario.it*.

¹⁰⁰ La Direttiva 2025/794/UE, cit., è stata adottata sulla scorta della Proposta n. 2025/0044 di cui alla Comunicazione della Commissione europea, COM (2025) 80 final, cit.

¹⁰¹ Si v. il comunicato stampa intitolato “*Semplificazione: il Consiglio concorda la sua posizione sul meccanismo ‘stop the clock’ per rafforzare la competitività dell’UE e garantire certezza del diritto alle imprese*” pubblicato sul sito del Consiglio europeo, reperibile al seguente link: <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2025/03/26/simplification-council-agrees-position-on-the-stop-the-clock-mechanism-to-enhance-eu-competitiveness/>.

un anno i tempi della trasposizione nelle singole legislazioni statali delle disposizioni contenute, tra le altre¹⁰², nella CSDDD, oggi dunque prevista per il 26 luglio 2027¹⁰³.

Tali innovazioni, motivate dalla necessità di consentire al sistema UE di concorrere “*ad armi pari*” con gli altri ordinamenti, si inseriscono in una prospettiva che tenta di raggiungere un bilanciamento tra la produttività, anche industriale, e il rispetto, nonché il proattivo sviluppo, di diritti umani e ambientali. Temi, questi ultimi, che tuttavia sembrano difficilmente conciliabili nell’attuale scenario globale, caratterizzato – pare – da (invero mutevoli) esigenze di breve periodo, anziché non da visioni orientate verso posizioni di medio-lungo termine.

¹⁰² La modifica, infatti, interviene anche sulla CSRD, precisamente prevedendo un differimento di due anni dell’entrata in vigore degli obblighi di rendicontazione contenuti alle lett. b) e c) di cui all’art. 5, par. 2.

¹⁰³ Si noti che l’art. 37, par. 1, CSDDD, novellato dall’art. 2 della Direttiva 2025/794/UE, cit., precisa oggi che tali disposizioni di recepimento interno si applicheranno a partire dal 26 luglio 2028 (i) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione dello Stato membro e che hanno avuto più di 3.000 dipendenti in media e generato un fatturato netto a livello mondiale superiore a 900.000.000 EUR nell’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028 per il quale è stato adottato o avrebbe dovuto essere adottato il bilancio d’esercizio, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; e (ii) per quanto riguarda le società di cui all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), costituite conformemente alla legislazione di un paese terzo e che hanno generato un fatturato netto di oltre 900.000.000 EUR nell’Unione nell’esercizio antecedente all’ultimo esercizio precedente al 26 luglio 2028, ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi aventi inizio il 10 gennaio 2029 o successivamente a tale data; (iii) nonché, a decorrere dal 26 luglio 2029, per quanto riguarda tutte le altre società di cui all’articolo 2, par. 1, lettere a) e b), e all’articolo 2, par. 2, lettere a) e b), nonché le società di cui all’articolo 2, par. 1, lettera c), e all’articolo 2, par. 2, lettera c), ad eccezione delle misure necessarie per conformarsi all’articolo 16, che gli Stati membri applicano a tali società per gli esercizi finanziari aventi inizio il 10 gennaio 2030 o successivamente a tale data.

6. Conclusioni

L'evoluzione delle politiche di sostenibilità, anche nella prospettiva tracciata dai fattori ESG, ha comportato un significativo coinvolgimento degli attori privati nel perseguimento di obiettivi ambientali e sociali, in virtù di un'impostazione regolatoria orientata a (ri-)unire il pubblico con il privato. In un'ottica di fisiologica armonizzazione delle rispettive finalità, la commistione di tali due sfere di interesse non sarebbe, per ciò sola, fonte delle criticità che si è tentato di delineare. A rilevare, tuttavia, sono considerazioni di metodo e di merito.

Partendo dal primo di tali aspetti, occorre rimarcare che con l'affidamento a soggetti privati di un ruolo di implementazione – tanto secondo una visione proattiva, quanto in una di verifica – di politiche *lato sensu* sostenibili, si corre il rischio di creare ulteriori tipi di conflitto tra i diversi attori economici, non tutti riconducibili in senso generale alla *agency theory*¹⁰⁴. Vi è, dunque, la necessità di rinvenire un “*punto di equilibrio*” tra istanze socialmente e ambientalmente conformi a parametri innovativi (e giustificati da esigenze di tutela ormai avvertite in larga misura) e funzioni di *gatekeeping*, intese quali attività di accertamento di condotte poste in essere da attori economici in favore di altri soggetti partecipanti al mercato.

Con riguardo al secondo elemento menzionato, incrementare – più o meno consapevolmente – in maniera considerevole le prerogative di agenzie di *rating*, *proxy advisors* o società vigilate potrebbe comprometterne la normale operatività, con possibili ricadute negative per clienti, soci o per il mercato, a seconda del caso.

Al contrario, l'introduzione di obblighi¹⁰⁵ concernenti il

¹⁰⁴ La produzione scientifica, specialmente statunitense, è ampissima. Si vedano gli studi che per primi hanno offerto un inquadramento del tema: E.F. FAMA e M.C. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *The Journal of Law & Economics*, 1983, 26, 2, 301 ss.; M.C. JENSEN e W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3, 4, 305 ss.; nonché E.F. FAMA, *Agency problems and the theory of the firm*, in *Journal of Political Economy*, 1980, 88, 288 ss.

¹⁰⁵ Obblighi in conseguenza dei quali, peraltro, si assiste ad una tendenza ad inserire clausole di sostenibilità o di rinvio a codici di condotta. Elemento, questo, che potrebbe in una certa misura “avvicinare” l'attività d'impresa esercitata dalle società agli *standard* che la Direttiva CSDDD, cit., si pone di perseguire. Sulla relazione tra

raggiungimento di obiettivi sostenibili, in assenza di adeguate garanzie di regolazione pubblica, potrebbe “*prestare il fianco*” ad abusi da parte di quegli stessi soggetti responsabilizzati dal compito di effettuare un’intensa opera di controllo su altre attività private a garanzia della meritevolezza delle transazioni.

Delineato nei termini di cui si è dato conto, il tema inerente all’integrazione di fattori sostenibili tra le attività (*rectius*: finalità) commerciali e finanziarie, anche per il tramite di alcune fonti *hard law*, riveste assoluta centralità nelle dinamiche (gius)economiche contemporanee. Centralità che si è tentato di vagliare con riguardo alle criticità che le istanze legislative e le sollecitazioni del mercato pongono con riferimento alle legittime aspettative del pubblico investitore, i cui fini andrebbero osservati alla luce tanto di categorie di ordine generale (ad esempio, delle prospettive *short-term* o *long-term*¹⁰⁶), quanto di sezionamento delle medesime, secondo un rapporto di genere a specie che, necessariamente, può rappresentare fonte di ulteriori difficoltà definitorie e operative.

private ordering e governo societario, cfr. R. ROLLI, *Contract Governance e sostenibilità*, cit., 41, ove l’A., intravedendo un collegamento tra l’attuale regolamentazione privata delle istanze di sostenibilità e la legislazione euro-unionale afferma: «la CSDDD prende atto di questa realtà, intervenendo non in maniera dirigistica, ma facendo leva sui rapporti di impresa e sulle nuove funzioni del contratto nel mercato, cercando di porre i presupposti di un diritto regolatorio (*public enforcement*), di una nuova responsabilità civile dell’impresa (*private enforcement*) e di una governance *through contract law*, della quale disciplina fasi di bilanciamento delle diverse posizioni dei soggetti ad essa partecipanti, tramite dialogo, engagement, finanziamento lungo la catena di attività».

¹⁰⁶ Su cui v., *ex multis*, F. D’ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 409 ss.; M. STELLA RICHTER, *Long termism*, cit., *passim*; F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra “short-termism” e “stakeholder empowerment”*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Perseguire un diritto societario “sostenibile”: un obiettivo sincero?*, in AA.VV., *Governance e mercati*, cit., 182 ss.; M. BARZUZA e E.L. TALLEY, *Short-Termism and Long-Termism*, in *Virginia Law and Economics Research Paper n. 2*, 2016, nonché in *UC Berkeley Public Law Research Paper n. 2731814*, *Columbia Public Law Research Paper n. 14-503*, *Columbia Law and Economics Working Paper n. 526*. Il testo è reperibile al link: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2731814. Sull’evoluzione del significato da attribuirsi alla sostenibilità v., per tutti, F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d’impresa e sviluppo sostenibile*, cit., 1 ss.

La necessità di includere in una “visione d’insieme” concetti che possono talvolta apparire antitetici tra loro, pertanto, risulta essenziale al conseguimento di un duplice fine: da un lato, consentire agli operatori economici di favorire lo sviluppo sostenibile del mercato e dell’economia reale; dall’altro, evitare che nozioni giuridiche, quale il fine di lucrativo dell’attività imprenditoriale esercitata in forma societaria (art. 2247 c.c.), possano subire stravolgimenti semantici e financo strutturali, incidendo in misura particolare sulla fisiologica conduzione degli operatori economici e, dunque, sui mercati.

Problema e sistema nel diritto dell'economia

SOMMARIO: 1. Metodo e oggetto del diritto dell'economia. 2. L'esemplificazione del metodo proposto negli scritti di illustri giuristi del secolo scorso. 3. Un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi (attuali). 3.1. Le conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato. 3.2. La sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità.

1. Metodo e oggetto del diritto dell'economia.

Scrivendo Luigi Mengoni che «ogni scienza conquista il proprio metodo nella misura in cui si dedica completamente al suo oggetto cercando di dominarlo»¹.

Così scrivendo, il Maestro evidenziava immediatamente il nesso tra metodo e oggetto. Un discorso sul metodo nel diritto dell'economia non può dunque che iniziare dalla definizione del suo oggetto. Assolto questo compito, potrà dirigersi verso le tecniche attraverso cui questo oggetto può essere dominato.

Le difficoltà di definire l'oggetto del diritto dell'economia sono però note, sicché inevitabilmente il mio discorso sul metodo nel diritto dell'economia scontrerà la mia inevitabile precomprensione.

Per chiarezza e coerenza del discorso, partirò da una preliminare stipulazione linguistica - come tale non tacciabile né di verità né di falsità - proponendo, esclusivamente ai fini di questo scritto, di definire "diritto dell'economia" quella branca del diritto che, nell'economia capitalistica, studia le istituzioni e le regole che governano e disciplinano i mercati nei quali si producono e si scambiano beni finanziari, non destinati cioè alla soddisfazione immediata di un bisogno del consumatore finale².

¹ L. MENGONI, *I problemi del metodo nella ricerca civilistica oggi in Italia*, in *Riv. critica dir. priv.*, 1990, 7-24 e 263-70, che cito da ID., *Scritti, I, Metodo e teoria giuridica*, Milano, 2011, 189.

² In altre parole, pur condividendo l'idea che esiste una «pluralità di modelli giuridici che governano i mercati» e che oggetto in senso lato del diritto dell'economia sia lo studio delle regole e delle istituzioni che governano tale pluralità (così F. SARTORI, *Il diritto dell'economia nell'epoca neoliberale tra scienza e metodo*,

Mi occuperò dunque del metodo di studio giuridico dei mercati finanziari in senso lato: cioè di quei mercati che rappresentano, per così dire, le infrastrutture di altri mercati, perché il loro “inceppamento” mette a rischio il funzionamento dell’intero sistema economico-capitalistico in un dato momento storico.

In ragione di ciò, tali mercati sono fortemente permeati da regole pubblicistiche che conformano l’organizzazione e disciplinano l’attività dei soggetti che istituzionalmente vi operano. Queste regole nascono dalla constatazione che, per assicurare stabilità ed efficienza ai mercati finanziari, non basta il diritto comune³.

Da qui due conseguenze: (i) il proliferare di una regolazione diffusa e capillare che incide sull’organizzazione e sull’attività contrattuale dei soggetti che in questi mercati (che appartengono alla più categoria dei mercati regolati) operano; (ii) il penetrante controllo esercitato dal potere pubblico sugli enti regolati: che, come si dirà, si esercita sia in fase di autorizzazione all’esercizio dell’attività, non libera ma riservata, sia in fase di esercizio effettivo dell’attività, costantemente vigilata dall’autorità indipendente.

Lo statuto normativo di tali enti regolati è ispirato, pur con alcune differenze da soggetto a soggetto⁴, a principi irriducibili sia al diritto comune societario, sia al diritto comune dei contratti. L’impressionante proliferazione di regole nazionali e soprattutto sovranazionali conseguente alla grande crisi del primo decennio di questo secolo,

in questa *Rivista*, I, 2022, 309; la citazione è a p. 310), il presente contributo affronterà solo il tema del metodo nello studio dei modelli giuridici che governano i mercati bancari, finanziari e assicurativi.

³ Si tratta di un’esigenza avvertita in tutti i paesi capitalistici avanzati: cfr. R. COSTI, *Tutela degli interessi e mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 769; più di recente, R. LENER – E. RULLI, *La vigilanza sui mercati finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 447.

⁴ Che vanno sempre più riducendosi. Sull’attuale processo di convergenza regolamentare v. V. COLAERT – D. BUSCH – T. INCALZA (a cura di), *European Financial Regulation. Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Oxford, 2019; J.-H. BINDER, *Corporate Governance of Financial Institution: In Need of Cross-Sectoral Regulation*, in *Governance of Financial Institutions*, D. Busch – G. Ferrarini – G. Van Solinge (diretto da), Oxford, 2019, 18 ss.; F. ANNUNZIATA, *MiFID II as a template. Towards a general charter for the protection of investors and consumers of financial products and services in EU financial law*, in *Private and public enforcement of EU investor protection regulation*, R. D’Ambrosio – S. Montemaggi (a cura di), in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Banca d’Italia*, Roma, 2020, 23 ss.

nonché il processo, da anni in atto, di convergenza disciplinare tra i vari settori del mercato finanziario, hanno fatto sì che tale statuto normativo, più che qualificarsi in termine di specialità⁵, assuma oggi caratteri di spiccata autonomia, con tutto ciò che il venir meno della specialità consente a livello di costruzioni interpretative nella misura in cui, attraverso accorte operazioni di analogia *legis* e *iuris*, consente di estendere regole dettate per uno solo comparto ad altri comparti del mercato finanziario o di delineare, in via di induzione generalizzante, principi generali applicabili a tutti i comparti dei mercati finanziari.

Sotto il profilo organizzativo sono tendenzialmente comuni a banche, società di investimento, assicurazioni e altri intermediari del mercato finanziario⁶ le regole che:

a) limitano l'autonomia privata nella scelta del modello organizzativo, che deve necessariamente assumere la forma della società per azioni (o al più, per le banche, della società cooperativa per azioni e, per le assicurazioni, delle mutue assicuratrici);

b) impongono requisiti patrimoniali e organizzativi speciali e ulteriori rispetto a quelli richiesti per la costituzione di una comune s.p.a.;

c) prevedono stringenti requisiti di professionalità e competenza degli esponenti aziendali⁷;

d) subordinano l'avvio dell'attività alla presentazione di un programma di attività (art. 14, c. 1, lett. c, TUB; art. 19, c. 1, lett. e, e art. 34, c. 1, lett. g, TUF; art. 14, c. 1, lett. d, CAP) e alla successiva autorizzazione dell'autorità di vigilanza, alla quale - come già osservato

⁵ Così, oltre vent'anni fa e in un diverso contesto, G. GUIZZI, *Mercato finanziario*, in *Enc. dir., Aggiornamento*, V, Milano, 2001, 755.

⁶ Anche le regole sul sistema organizzativo e il governo societario dei gestori collettivi del risparmio sono infatti espressamente finalizzate ad assicurarne la sana e prudente gestione, il contenimento del rischio e la stabilità patrimoniale: artt. 3, comma 1, e 33, comma 1, del Regolamento del 5 dicembre 2019 (1° agg. 23 dicembre 2022) della Banca d'Italia di attuazione degli articoli 4-undecies e 6, comma 1, lettere b) e c-bis), del TUF. Sul tema M. STELLA RICHTER JR., *Governo e organizzazione delle società di gestione del risparmio*, in *Riv. soc.*, 2016, 110 ss.

⁷ Dettagliati in modo granulare per le società bancarie, di investimento e assicuratrici (cfr. d.m. 13 novembre 2020, n. 169; d.m. 2 maggio 2022, n. 88); indicati a livello di principi, da declinare poi statutariamente, per le società di gestione collettiva del risparmio: cfr. art. 13 del Regolamento Banca d'Italia del 5 dicembre 2019 cit.

- è pure affidato il continuativo controllo sullo svolgimento e l'esercizio dell'attività autorizzata;

e) attribuiscono all'autorità di vigilanza poteri di verifica e controllo sull'adeguatezza di fondi propri, liquidità, modello imprenditoriale, *governance* interna degli enti vigilati;

f) attribuiscono all'autorità di vigilanza incisivi poteri di intervento sulla vita sociale degli enti vigilati: da quelli sostanzialmente avocativi dei compiti propri degli organi sociali (ad es. convocazione del cda con indicazione dei punti all'ordine del giorno), alla rimozione degli esponenti aziendali, alla prescrizione di regole organizzative o di condotta (art. 53-bis TUB)⁸;

g) attribuiscono all'autorità di vigilanza poteri di intervento anche sulla commercializzazione, distribuzione e vendita di prodotti dell'impresa, che può essere limitata soltanto ad alcune predefinite categorie di clienti e vietata ad altre (*product intervention*).

Anche sotto il profilo contrattuale i soggetti del mercato finanziario sono destinatari di regole proprie e diverse rispetto a quelle destinate alle imprese che producono e distribuiscono beni non finanziari: e anche queste regole sono riconducibili, pur con alcune differenze derivanti dalla diversa tipologia di bene finanziario negoziato, a principi di fondo tendenzialmente comuni, riassumibili, ancor più che nella trasparenza delle condotte (che può dirsi ormai tipica di tutta la contrattazione di massa: cfr. art. 35 cod. cons.), nel particolare sforzo cooperativo richiesto all'intermediario nel rapporto con la clientela: cioè nel dovere di sondarne le effettive esigenze finanziarie, prima di proporgli le più adeguate soluzioni contrattuali⁹.

È evidente, dunque, che le società che operano in questi mercati subiscono una fortissima compressione della propria libertà di iniziativa economica: ma si tratta di una compressione più che giustificata dai fini di utilità sociale indicati nell'art. 47 comma 1 Cost.

Quanto appena osservato pone in luce una caratteristica dell'oggetto del diritto dei mercati finanziari (e, probabilmente, del diritto dell'economia inteso in senso ancor più ampio, come comprensivo

⁸ Sul *removal* nelle società non bancarie v. F. GUERRERA, *La "rimozione" degli esponenti aziendali di Sim, Sgr, Sicav e Sicaf*, in *Dir. banc. fin.*, 2016, 427 ss.

⁹ Per un approfondimento del tema sia consentito il rinvio a R. NATOLI, *Il contratto adeguato. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 87 ss.

dello studio di tutti i mercati regolamentati o comunque a vocazione regolamentare): alludo al costitutivo intreccio di profili pubblicistici e profili privatistici¹⁰. Tale intreccio - a mio avviso - inevitabilmente si riflette pure sul discorso metodologico, non tanto nel senso che il giurista dell'economia dovrebbe, più di altri, esser competente *in utroque iure*, ma nel senso che al giurista dell'economia è richiesto di leggere la materia oggetto del suo studio con sguardo necessariamente ampio: cioè intento a cogliere il problema economico sotteso alla materia oggetto del suo studio e, alla luce di ciò, ad elaborare risposte che con tale problema non confliggano, nella costante consapevolezza che, *senza comprensione del problema, non può esserci costruzione del sistema*.

2. *L'esemplificazione del metodo proposto negli scritti di illustri giuristi del secolo scorso.*

Esistono illustri esempi di giuristi dell'economia che, nelle loro opere, hanno dato corpo al metodo qui proposto.

La capacità di ricostruire sistematicamente il diritto dell'economia praticando il metodo qui descritto, rifuggendo cioè da un'ottica monocromatica incentrata soltanto sulla dimensione microeconomica delle questioni e abbracciando, invece, una dimensione macroeconomica che dia adeguato rilievo al contesto economico di riferimento, si rintraccia già in alcune considerazioni di Paolo Greco di quasi un secolo fa, le quali stupiscono davvero per la modernità dell'approccio. Ragionando sul contratto d'assicurazione, l'illustre autore osservava che *«un contratto che come atto isolato ha una particolare fisionomia, considerato come contratto di massa modifica e talora cambia i suoi connotati, onde avviene che se ne modifichi il regime giuridico. Un contratto di assicurazione isolatamente preso è senza dubbio un contratto aleatorio per entrambe le parti; mentre, considerato nella massa dei contratti di un'impresa di assicurazione,*

¹⁰ Si tratta, peraltro, di un intreccio storicamente risalente. M. LIBERTINI, *Diritto amministrativo e diritto commerciale*, in *Attraversare i confini del diritto. Giornata di studi dedicata a Sabino Cassese*, L. Torchia (a cura di), Bologna, 2016, 221, ricorda in proposito che, fino all'introduzione, col codice di commercio del 1882, del Collegio sindacale, il controllo sulla regolarità della gestione delle s.p.a. era esclusivamente ministeriale.

per questa non è più una operazione aleatoria, ma un'operazione capitalistica di normale guadagno»¹¹.

Su questa scia, nella seconda metà del secolo scorso vari maestri - penso soprattutto, ma ovviamente non solo, a Ferri, Libonati e Ferro Luzzi - offrono chiare esemplificazioni di questa capacità di *coniugare il sopra e il sotto*, ovvero il rilievo macroeconomico della stabilità delle imprese che operano in mercati "strumentali" e il rilievo microeconomico della loro attività contrattuale sul mercato.

Cito in proposito le esemplari parole di Paolo Ferro Luzzi, secondo il quale i singoli atti d'impresa *«quand'anche in sé e per sé siano fondamentalmente tradizionali, dall'inserzione nell'attività fatalmente risultano alterati nella fisionomia e disciplina che sarebbe loro propria ove considerati nel classico e normale stato di isolamento e separazione»¹².*

Giuseppe Ferri sr., già nel Manuale, dava corpo a questo ragionamento di vertice sia riguardo ai contratti bancari, sia riguardo al contratto di assicurazione¹³ e Libonati, nella sua aurea monografia del 1965, lo esemplificava magistralmente enfatizzando i nessi tra l'attività bancaria e la morfologia dei singoli contratti che, stipulati in massa, consentono alla banca di operare sul mercato e di adempiere alla sua funzione macroeconomica di intermediaria del credito¹⁴.

Questi esempi dimostrano che nel diritto dell'economia la ricostruzione della disciplina - cioè il sistema - è sempre funzionale alla soluzione di un problema (o, se si vuole, al raggiungimento di un certo risultato sociale), alla luce del quale mutano i caratteri fisionomici degli

¹¹ P. GRECO, *Aspetti e tendenze odierne del diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 1934, 334 ss., sul punto 348 e s.

¹² P. FERRO LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1969 (rist. 2001), 205.

¹³ G. FERRI SR., *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 1993, 904 e s.: «contratto bancario è quello che tecnicamente non è concepibile se non inserito in una serie di contratti dello stesso genere funzionalmente collegati, quale si realizza soltanto nell'impresa bancaria. [...] Principi riguardanti l'impresa bancaria, come ad es. quello della liquidità bancaria, che pure non riguardano il rapporto singolo ma la massa dei rapporti che fanno capo all'impresa, non rimangono estranei alla struttura del rapporto e indifferenti alla sua funzione, ma penetrano nello schema negoziale consentendo al rapporto di adempiere a una funzione non corrispondente alla sua struttura come è nel deposito bancario o di adempiere a funzioni nuove e non realizzabili al di fuori dei rapporti di massa».

¹⁴ B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965, *passim*.

istituti che, atomisticamente riguardati, mostrano sembianze affatto diverse.

Il giurista dell'economia che studia i mercati finanziari, dunque, ha il compito di costruire il sistema in modo da assicurare il risultato sociale della stabilità e dell'efficienza dei mercati di cui si occupa: una costruzione funzionale a quell'esigenza che, non a caso, riecheggia oggi, a livello di vertice e sia pur con declinazioni e accenti diversi¹⁵, nei tre testi unici dell'intermediazione finanziaria: cfr. art. 5 TUB, art. 5 TUF, art. 3 CAP¹⁶.

Nello studio dei mercati finanziari lo studioso di diritto dell'economia dovrebbe perciò essere animato da tre complementari preoccupazioni: (i) organizzare il rapporto tra fattispecie e discipline in funzione della soluzione di questo problema; (ii) costruire dogmaticamente un sistema entro il quale le soluzioni interpretative proposte trovino giustificazione logica e coerente; (iii) produrre regole normative teleologicamente coerenti con i fini di vertice del sistema.

3. Un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi (attuali).

A questo punto, memore dell'insegnamento di Leibniz¹⁷ secondo cui un metodo, anche bellissimo, non può essere apprezzato se non se ne vede l'uso in esempi, proverò a concretizzare il senso del mio ragionamento.

Sotto quest'angolo prospettico, è lecito criticare, ad esempio, una recente decisione della Suprema Corte la quale - proprio evocando,

¹⁵ A differenza del TUB e del TUF, che equiordinano, ai rispettivi artt. 5, le varie finalità della vigilanza, il CAP, dopo la direttiva *Solvency II*, ordina gerarchicamente tali finalità subordinando la stabilità e l'efficienza del mercato assicurativo allo scopo principale della «adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alla prestazione assicurativa»: cfr. SCALISE - FICHERA, «Solvency II»: *impatto del nuovo regime sui profili pubblicistici della vigilanza assicurativa*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2017, 121 ss.; G. DE BERTI MARINIS, *L'impresa di assicurazione*, in AA. VV., *Manuale di diritto dell'economia*, Torino, 2024, 284 s.

¹⁶ Sui rapporti tra finalità della vigilanza nei tre comparti del mercato finanziario e statuto del contratto v. F. SARTORI, *Disciplina dell'impresa e statuto contrattuale: il criterio della «sana e prudente gestione»*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 131 ss.

¹⁷ Ricordato sempre da L. MENGONI, *I problemi del metodo nella ricerca civilistica oggi in Italia*, cit., 183.

credo per la prima volta in una sentenza di legittimità, “*il c.d. diritto dell’economia*” - ha affermato che gli interessi generali che indubbiamente permeano tale branca del diritto non hanno “alcuna valenza civilistica” sulla base del generico (e, in quanto tale, inconsistente) rilievo che tutte le norme giuridiche sono poste a protezione di interessi generali¹⁸: sulla base di questo blando argomento, ha sbrigativamente negato che il conferimento dell’incarico di recupero dei crediti cartolarizzati ad un soggetto non iscritto nell’albo di cui all’art. 106 T.U.B. e i conseguenti atti di riscossione siano affetti da invalidità.

Tale recente e assai criticabile sentenza si iscrive però nel solco del più ampio problema della sorte dei contratti stipulati da società non autorizzate che esercitano attività riservate, rispetto al quale credo che il ragionamento metodologico qui proposto consenta di proporre una soluzione razionalmente argomentata e coerente con le linee di fondo del sistema del diritto dell’economia.

3.1. *Le conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato.*

Nei settori riservati (bancario, mobiliare, assicurativo, etc.) l’ordinamento commina agli esercenti non autorizzati sanzioni amministrative, comminate dai rispettivi testi unici di settore, nonché una generale sanzione penale (art. 348 c.p.). Di regola, però, le discipline settoriali non prevedono conseguenze civilistiche degli atti compiuti dal soggetto non autorizzato che opera sul mercato riservato e, di fronte a questa lacuna, l’atteggiamento degli interpreti varia.

Le osservazioni di metodo qui proposte probabilmente consentono di proporre una soluzione razionale, cioè coerente con la protezione della stabilità e dell’efficienza dei mercati in cui si negoziano beni finanziari, estendendo ai casi non disciplinati, per identità di *ratio*, la regola espressamente dettata dall’art. 167 cod. ass. priv. («Nullità dei contratti conclusi con imprese non autorizzate»), che (i) predica la nullità del contratto di assicurazione stipulato con un’impresa non

¹⁸ Cass. 18 marzo 2024, n. 7243, in *Società*, 2024, 983, con nota di M. DE POLI, *Nullità virtuale e diritto dell’economia: il caso del recupero dei crediti cartolarizzati*.

autorizzata o con un'impresa alla quale sia fatto divieto di assumere nuovi affari; (ii) legittima all'azione di nullità soltanto il contraente o l'assicurato; (iii) obbliga l'assicuratore non autorizzato alla restituzione dei premi pagati; (iv) dispone l'irripetibilità degli indennizzi e delle somme eventualmente corrisposte e la non debenza delle somme eventualmente ancora dovute.

Tale soluzione esibisce infatti il pregio di dissuadere, con straordinaria efficacia deterrente, le imprese non autorizzate dall'esercitare attività riservate e, al contempo, non danneggia l'interesse del cliente a godere comunque del bene della vita ricevuto.

3.2. *La sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità.*

L'approccio metodologico qui proposto consente forse di dare una soluzione razionalmente argomentata anche all'inveterato problema della sorte del mutuo fondiario che ecceda i c.d. limiti di finanziabilità. E si tratta, anche in questo caso, di una soluzione diversa da quella offerta dalla giurisprudenza di legittimità¹⁹, la quale, pur giustamente preoccupandosi di non «*pregiudicare proprio l'interesse che la norma intendeva proteggere, che è quello alla stabilità patrimoniale della banca e al contenimento dei rischi nella concessione del credito*», ha tuttavia ritenuto che il mutuo eccedente il limite di finanziabilità non perda i privilegi fondiari.

La giurisprudenza di legittimità dimentica infatti che, storicamente, i mutui fondiari potevano essere erogati soltanto attingendo alla provvista raccolta con la sottoscrizione delle cartelle fondiarie e che i sottoscrittori di tali cartelle potevano essere remunerati soltanto attingendo alla provvista riveniente dalla restituzione dei mutui fondiari. I privilegi fondiari riflettevano dunque l'indissolubile legame tra le dette operazioni passive e attive ed erano perfettamente coerenti con il modo in cui era congegnata la complessiva operazione finanziaria: il fatto che l'ipoteca di primo grado dovesse insistere su immobili il cui valore fosse almeno del 20% superiore a quello del

¹⁹ Cass., Sez. Un., 16 novembre 2022, n. 33719, in *Contratti*, 2023, 143, con nota di F. PIRAINO, *Il mutuo fondiario e la violazione del limite di importo massimo finanziabile: "scotismo" e onnipotenza delle etichette*.

credito erogato rappresentava, dunque, un indispensabile presidio per recuperare il credito funzionale sia agli interessi della banca, sia (e anzi soprattutto) agli interessi risparmiatori, i quali - tramite quei privilegi - vedevano aumentare le *chances* di ottenere il ritorno pattuito sul loro investimento. In quel contesto, dunque, i privilegi fondiari erano certamente coesenziali alla tutela del risparmio e, in particolare, alla tutela di quella ben definita categoria di risparmiatori che aveva investito nelle cartelle fondiarie.

Nell'attuale contesto, radicalmente mutato, nessuna esigenza di sistema - cioè di tutela del risparmio e/o di una particolare categoria di risparmiatori - impone di "salvare" il fondiario che abbia ecceduto i limiti di finanziabilità, affermando che dalla violazione di tale limite prudenziale possano eventualmente scaturire sanzioni amministrative ma non anche conseguenze civilistiche. Una soluzione razionale e coerente - forse meno sospetta d'incostituzionalità - induce invece a ritenere che i privilegi fondiari trovino perdurante giustificazione solo se proteggono finanziamenti particolarmente stabili: cioè finanziamenti geneticamente rispettosi del principio di vertice della sana e prudente gestione.

Pertanto, là dove questo particolare indice di stabilità non sia integrato, il mutuo perde quell'elemento tipologico che consente di qualificarlo come "fondiario": resta un nudo mutuo, certamente non nullo, ma privo di ormai ingiustificati privilegi fondiari.

Estinzione anticipata, riduzione del costo totale del finanziamento e struttura del mercato del credito ai consumatori

SOMMARIO 1. La disciplina dell'estinzione anticipata tra protezione e regolazione. – 2. Superamento della distinzione tra commissioni «upfront» e «recurring» alla luce degli obiettivi di tutela della disciplina del credito al consumo. – 3. Gli impatti «di mercato» della conformazione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito nell'interpretazione fornita da Lexitor. – 4. Rilevanza della nuova disciplina dell'estinzione anticipata nella direttiva UE 2225/2023. – 5. Sul recepimento della direttiva sul credito al consumo nella legislazione nazionale.

1. La disciplina dell'estinzione anticipata tra protezione e regolazione

Nell'ambito di un discorso volto ad analizzare il ruolo delle nullità nella prospettiva della conformazione del mercato, e dunque dell'adeguatezza o meno del rimedio – in sé, e nella relativa disciplina – a raggiungere gli effetti regolatori auspicati dal legislatore, la disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori mostra una serie di elementi di specificità.

Di per sé, infatti, la disciplina dell'estinzione anticipata ossia, per essere più precisi, della determinazione delle poste a credito e a debito delle parti al fine di determinare il *quantum* dovuto dal consumatore che intenda procedere alla *solutio ante diem* del debito derivante dal finanziamento, non somministra problemi peculiari dal punto di vista dell'operare del rimedio della nullità. Nel senso che non vi è dubbio che una eventuale pattuizione che avesse per oggetto la riduzione o la soppressione dei diritti del consumatore sarebbe nulla anzitutto ai sensi dell'art. 127, co. 1, t.u.b.; come pure è certo che a tale nullità parziale si applicherebbe lo statuto della nullità di protezione, secondo il disposto del secondo comma del medesimo articolo 127.

Il cuore delle questioni che attengono alla disciplina dell'estinzione anticipata si pone, piuttosto, a monte del momento rimediale, ossia si attesta sul piano della conformazione del diritto del consumatore, che adempia anticipatamente agli obblighi che derivano dal contratto, alla «riduzione, in misura proporzionale alla vita residua del contratto, degli interessi e di tutti i costi compresi nel costo totale del credito, escluse le imposte», secondo il disposto dell'attuale art. 125-sexies, co. 1, t.u.b.

Tale disposto normativo costituisce da sempre uno dei punti centrali e più delicati della regolazione dei rapporti tra finanziatori e debitori. Nel delinearla, infatti, il legislatore europeo ha da sempre ricercato un punto di equilibrio tra: i) da un lato, scopi pro-concorrenziali (nella misura in cui garantire una exit “gratuita” consente ai debitori di beneficiare di eventuali riduzioni dei tassi di mercato); ii) dall’altro, scopi di contenimento del debito e di mitigazione dei rischi di sovraindebitamento (in quanto l’assommarsi di oneri e spese dovute in base a precedenti finanziamenti concorre, a fronte del susseguirsi di rifinanziamenti del prestito, a una crescita anche assai significativa del montante del debito); iii) dall’altro ancora, l’esigenza di non pregiudicare la capacità dell’impresa del credito di operare in equilibrio economico (in particolare, consentendo che essa si protegga, sul piano contrattuale, al fine di essere tenuta indenne di eventuali costi addizionali in cui sia incorsa in relazione all’estinzione anticipata).

Nella sua forma embrionale, la disciplina dell’estinzione anticipata del credito ai consumatori si trova già all’art. 8 della direttiva 87/102/CEE, ai sensi del quale «il consumatore deve avere la facoltà di adempiere in via anticipata gli obblighi che gli derivano dal contratto di credito. In tal caso, in conformità alle disposizioni degli Stati membri, egli deve avere diritto a una equa riduzione del costo complessivo del credito».

La riforma della disciplina del credito al consumo operata con la direttiva 2008/48/CE ha declinato in termini di maggiore dettaglio applicativo la meccanica di calcolo della riduzione del costo del credito, spostando il *focus* dal concetto di riduzione *equa* a quello della riduzione commisurata alla *maturazione* dei costi in relazione alla restante durata del contratto (articolo 16(1) della direttiva 2008/48/CE: «il consumatore ha il diritto di adempiere in qualsiasi momento, in tutto o in parte, agli obblighi che gli derivano dal contratto di credito. In tal caso, egli ha diritto ad una riduzione del costo totale del credito, che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto»).

La recente adozione della nuova direttiva sul credito ai consumatori (Direttiva UE 2022/2225) si pone in larga parte in linea di continuità con il precedente assetto normativo. In particolare, all’art. 29, par. 1 viene riaffermato il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito, con una formulazione che d’acchito appare

sostanzialmente identica all'art. 16 della direttiva del 2008 ma, una volta considerata con maggiore attenzione (cfr. *infra*, n. 4), non è priva di volute differenze rispetto ad esso. Dopo avere confermato il diritto del consumatore di effettuare in qualsiasi momento rimborsi anticipato, l'articolo in commento ora dispone che «in tal caso, il consumatore ha diritto a una riduzione del costo totale del credito per il consumatore per la restante durata del contratto», risultando poi ulteriormente precisato che «nel calcolare tale riduzione devono essere presi in considerazione tutti i costi che il creditore pone a carico del consumatore». Rimandano al prosieguo del presente contributo l'analisi di dettaglio dei rapporti tra le omologhe previsioni della direttiva del 2008 e quella del 2023, può per adesso notarsi che la differenza corre intorno tra una riduzione del costo totale del credito «che comprende gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto» e una riduzione del costo totale del credito dovuta «per la restante durata del contratto», nel calcolo della quale «devono essere presi in considerazione tutti i costi *che il creditore pone a carico* del consumatore».

Richiamata l'evoluzione della normativa, in questa sede interessa considerare un dato di fondo della disciplina ora evocata, che la rende un caso – se certamente non unico, comunque significativo e in un certo senso peculiare – di emersione del nesso che nel diritto dell'economia, o dell'impresa che dir si voglia, si radica in maniera sempre più stretta tra, *da un lato*, la regola contrattuale con il relativo rimedio e, *dall'altro*, l'impatto ad ampio spettro che quella regola esercita sugli assetti di mercato. Con la conseguenza che ogni approccio interpretativo alle discipline contrattuali non potrebbe dirsi esattamente impostato se non muovesse dalla considerazione di questi effetti di mercato.

Ora, nella materia dell'estinzione anticipata l'aspetto di maggiore interesse in relazione alla prospettiva ora evocata consiste in ciò che la specifica conformazione del diritto alla riduzione del credito non produce esclusivamente quell'effetto conformativo del mercato che consiste nella fissazione di un dato livello di tutela dei singoli consumatori (quindi, una conformazione che risulta nella determinazione di un dato standard di mercato a livello contrattuale), con gli ulteriori effetti che ad esso si associano (nel caso di specie, una più elevata concorrenza e una minore onerosità dei finanziamenti

assunti per l'estinzione anticipata di quello in essere), bensì attinge a un livello ulteriore.

Tale ulteriore livello consiste, in particolare, nel fatto che la disciplina dell'estinzione anticipata è idonea a ingenerare degli incentivi per gli intermediari che incidono sulla stessa struttura del mercato del credito, e più precisamente si presta – a seconda del contenuto e dell'estensione del diritto alla riduzione del costo del credito – a favorire una maggiore integrazione verticale del prodotto oppure, al contrario, la sua frammentazione lungo una filiera che vede più attori coinvolti in relazione al prodotto stesso (ossia, varie di figure di intermediari e/o *outsourcer*).

2. Superamento della distinzione tra commissioni «upfront» e «recurring» alla luce degli obiettivi di tutela della disciplina del credito al consumo

Per illustrare l'assunto, occorre riprendere brevemente i punti cardinali della “saga” che ha ruotato intorno alla decisione Lexitor (sentenza della Corte di Giustizia UE, 11 settembre 2019, C-383/18¹).

¹ Sulla quale, cfr. A. TINA, *Il diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato del finanziamento ex art. 125-sexies, primo comma, t.u.b. Prime riflessioni a margine della sentenza della Corte di Giustizia dell'Unione europea*, in questa Rivista., 2019, II, 155; A.A. DOLMETTA, *Anticipata estinzione e « riduzione del costo totale del credito »*. Il caso della cessione del quinto, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2019, II, 644; A. ZOPPINI, *Gli effetti della sentenza Lexitor nell'ordinamento italiano*, in *Banca, borsa, tit., cred.*, 2020, II, 1; R. SANTAGATA, *Rimborso anticipato del credito e diritto del consumatore alla restituzione della quota parte dei costi indipendenti dalla durata del contratto (c.d. up front)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, II, 18; F. MEZZANOTTE, *Il rimborso anticipato nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2020, 65; F. DE CRISTOFARO, *Estinzione anticipata del debito e quantificazione della “riduzione del costo totale del credito” spettante al consumatore: considerazioni critiche sulla sentenza “Lexitor”*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, 280; A. MAGER, *Estinzione anticipata ex art. 125-sexies t.u.b.dopo la sentenza Lexitor*, *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, I, p. 744; G. LIACE, *Il diritto dei consumatori alla riduzione del costo totale del credito nel caso di estinzione anticipata del finanziamento: il caso Lexitor*, in *Giur. comm.*, 2020, II, 1002; E. BATTELLI E F.S. PORCELLI, *Il diritto alla riduzione del costo totale del credito in caso di rimborso anticipato*, in *Giur. it.*, 2020, 1596; A. MUTARELLI, *La Corte di Giustizia e il “crollo della Baliverna”, a proposito della sentenza “Lexitor”*, in *Rass. Adv. dello Stato*, 2020, 27; F. MARAZITI, *Rimborso anticipato del credito al consumo: diritto alla riduzione di tutti i costi posti a carico del consumatore*, in

A questi fini, si deve anzitutto rilevare che il sintagma «gli interessi e i costi dovuti per la restante durata del contratto»² è stato tradizionalmente inteso e applicato (sicuramente in Italia ma, a quanto consta, anche in Germania e in Austria nonché, evidentemente, in Polonia che è l'ordinamento da cui trae origine la fattispecie decisa da Lexitor) nel senso che il diritto al rimborso dipende dalla quota degli interessi e dei costi da imputarsi al periodo residuo del contratto, per come originariamente programmato. Il criterio di restituzione *pro quota temporis* si attaglia ai “costi” dotati di un collegamento causale con le prestazioni rese dall'intermediario, o da soggetti terzi coinvolti a vario titolo nell'operazione (ad es. imprese di assicurazione), che attribuiscono al cliente un'utilità proporzionale alla durata del rapporto (queste, denominate commissioni *recurring*). Al contrario, non si è tradizionalmente dato luogo a restituzione degli addebiti concernenti prestazioni già esaurite al momento dell'estinzione anticipata, verosimilmente perché riferite al momento della conclusione del contratto (c.d. commissioni *upfront*)³.

giustiziacivile.com, 2020; M. RABITTI, *ABF e Lexitor: estinzione anticipata e riduzione del costo del credito alla luce del principio di equità integrativa*, editoriale in *dirittobancario.it*, gennaio 2020; P. FIORIO, *Oneri up-front e regolamentazione del mercato dopo la sentenza Lexitor*, editoriale in *dirittobancario.it*, febbraio 2020; G. ALPA, *Il caso Lexitor e l'estinzione anticipata del debito nel rapporto di credito al consumo*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, 220; E. BAFFI e F. PARISI, *Early Repayment of Loans Under EU Law: The Lexitor Judgment*, in *The Italian Law Journal*, 2021, 227; F. MAIMERI, *Le fonti nel diritto dell'economia*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2021, 349; E. GUARNIERI, *L'applicazione dei principi di diritto espressi nella sentenza “Lexitor” della Corte di Giustizia UE ai contratti di credito immobiliare*, in *giustiziacivile.com*, 2021; U. MALVAGNA, *La nuova disciplina dell'estinzione anticipata dei contratti di credito ai consumatori: tra legge, ABF e corte costituzionale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 49; F. GIGLIOTTI, *Rimborso anticipato del finanziamento e riduzione del costo del credito. Variazioni ermeneutiche sull'art. 125-sexies t.u.b. (tra sentenza “Lexitor” e decreto sostegni bis)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 198; A. RICCIARDI, *Il principio sancito dalla Corte di Giustizia nell'ambito del caso Lexitor e decreto sostegni bis: problematiche applicative passate, presenti e future*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, II, 289; G. SANTONI, *Note sul caso Lexitor, alle battute conclusive dopo Cass. 25997/2023*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, settembre 2023.

² E a propria volta, vigente la direttiva ancora precedente, il concetto di «equa riduzione del costo del credito».

³ Senonché, se si guarda alla genesi di questa tassonomia, si deve notare che tale binomio risponde a una logica di tipo finanziario-contabile, nel senso che essa è

Assestatosi questo criterio nel diritto vivente, la sentenza Lexitor ha rotto il precedente equilibrio, dichiarando, in sintesi, quanto segue: i) «la disposizione suddetta deve essere interpretata non soltanto sulla base del suo tenore letterale, ma anche alla luce del suo contesto nonché degli obiettivi perseguiti dalla normativa di cui essa fa parte»; ii) la direttiva 2008/48 «mira a garantire un'elevata protezione del consumatore [poiché] il consumatore si trova in una situazione di inferiorità rispetto al professionista per quanto riguarda sia il potere di negoziazione che il livello di informazione»; iii) la direttiva dispone che gli stati debbano provvedere affinché «le disposizioni ... adottate per l'attuazione di tale direttiva non poss[a]no essere eluse attraverso particolari formulazioni dei contratti»; iv) sulla base di tutto ciò, «l'effettività del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito risulterebbe sminuita qualora la riduzione del credito potesse limitarsi alla presa in considerazione dei soli costi presentati dal soggetto concedente il credito come dipendenti dalla durata del contratto, dato 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. Inoltre, [...] limitare la possibilità di riduzione del costo totale del credito ai soli costi espressamente correlati alla durata del contratto 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».

In conclusione, quindi, «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*».

In definitiva, alla statuizione di tale principio consegue una regola di irrilevanza della struttura commissionale, per come definita dall'intermediario, rispetto alla integrità del diritto alla riduzione del

radicata nel concetto di competenza economica più di quanto non sia radicata nella teoria dei contratti di durata. Nei fatti, dall'ambito finanziario il criterio è stato poi portato nella prassi decisoria delle corti e soprattutto, dell'Abf, che lo ha per l'appunto dotato di una giustificazione di natura giuridica in relazione alla dimensione causale dell'attribuzione di cui alla singola commissione. Cfr. *amplius* U. MALVAGNA, *La cessione del quinto dello stipendio o della pensione e la delegazione di pagamento*, in *Arbitro Bancario Finanziario*, a cura di Giuseppe Conte, Milano, 2021, 764.

costo del credito, senza la possibilità di arbitraggi da parte del finanziatore per effetto dello spostamento del carico economico verso commissioni c.d. *upfront*, incluse quelle commissioni intese a remunerare terzi in ragione del compimento di fasi “esternalizzate” del prodotto creditizio (così, ad esempio, la distribuzione o il *servicing*).

3. *Gli impatti «di mercato» della conformazione del diritto del consumatore alla riduzione del costo totale del credito nell'interpretazione fornita da Lexitor*

Ripercorsi i contenuti essenziali della decisione Lexitor, questi vanno adesso considerati nella prospettiva, in precedenza evocata, dell'impatto di una regola così conformata sugli assetti strutturali del mercato dei prodotti di credito al consumo.

A questi fini va segnalato il dato, che non emerge dalla trama della sentenza Lexitor ma che segnala un'ulteriore dimensione di rilevanza della disciplina sulla riduzione del costo del credito, per cui in questi prodotti la dimensione organizzativa della filiera (ossia il grado di integrazione verticale del prodotto) è plasticamente rappresentata dalla composizione degli oneri economici, sia in relazione al numero che in relazione al peso relativo di ciascuna commissione. Nel senso che a ogni soggetto che interviene nella catena produttiva e distributiva del prodotto si viene ad associare l'aggiunta di una voce commissionale nel rapporto con il cliente: col che, più la filiera è affollata di intermediari vari, più numeroso è il novero delle commissioni addebitate.

Di conseguenza, nella misura in cui tutti i costi sopportati dal consumatore sono soggetti a riduzione proporzionale, l'intermediario è privato di ogni incentivo all'esternalizzazione di fasi dell'attività produttiva o distributiva del finanziamento, che potrebbero risultare in altrettante commissioni c.d. *upfront*. È facile comprendere l'effetto di accorciamento (o, per meglio dire, di non allungamento) della filiera – che è naturalmente connaturato a tale regola, e quindi l'impatto sulla struttura del mercato che ne deriva.

Del resto, non si capisce perché, mentre un intermediario che si avvale di una rete distributiva proprietaria (e quindi incorpora i suoi costi di struttura nel tasso degli interessi) è tenuto a ridurre *pro quota temporis* (gli interessi e quindi anche) quella parte di interessi che è intesa a coprire i costi che sopporta l'impresa totalmente integrata (cioè,

che fa tutto da sé), l'intermediario che esternalizza quelle medesime attività (remunerandole mediante commissioni *upfront*) dovrebbe ricevere un trattamento maggiormente favorevole.

4. Rilevanza della nuova disciplina dell'estinzione anticipata nella direttiva UE 2225/2023

Le considerazioni che precedono vanno adesso misurate con la recente adozione della nuova direttiva sul credito ai consumatori (Direttiva UE 2225/2023).

Come illustrato (*supra*, al par. 1), l'art. 29, primo paragrafo della nuova direttiva dispone che «nel calcolare tale riduzione devono essere presi in considerazione tutti i costi *che il creditore pone a carico* del consumatore», così introducendo una lieve variante lessicale rispetto al principio di diritto espresso da Lexitor, che discorre invece di «tutti i costi posti a carico del consumatore».

La differenza sembrerebbe d'acchito trascurabile, giacché essa si sostanzia esclusivamente nella precisazione che deve essere il creditore a porre a carico del consumatore i costi in questione.

Senonché, essa potrebbe risultare rilevante sul piano disciplinare se letta unitamente al Considerando 70, che fa riferimento alla non inclusione nel diritto alla riduzione del costo del credito de «le imposte e le spese applicate da un terzo e pagate direttamente a quest'ultimo e che non dipendono dalla durata del contratto di credito». Esclusione, quest'ultima, motivata in base all'argomento per cui «tali costi non sono imposti dal creditore e non possono pertanto essere modificati unilateralmente dal creditore»; mentre, prosegue il Considerando, «le spese addebitate da un creditore a favore di un terzo dovrebbero tuttavia essere prese in considerazione nel calcolo della riduzione».

L'intenzione del legislatore europeo sembrerebbe quindi nel senso di escludere dalla riduzione *pro quota temporis* quanto pagato direttamente a terzi per prestazioni o attività non dipendenti dalla durata del contratto, ma non quanto pagato direttamente al creditore per le medesime prestazioni o attività. In base al testo del considerando 70, una simile disparità sembrerebbe giustificarsi sulla base della considerazione per cui i costi *upfront* pagati a terzi «non sono imposti dal creditore e non possono pertanto essere modificati unilateralmente dal creditore».

Questo argomento sembra tentare di raccogliere le critiche che furono mosse a Lexitor – anche in Italia – in ordine all’asimmetria che il principio ivi formulato ingenererebbe tra quanto il finanziatore deve riconoscere al debitore, in termini di minore costo del credito, e quanto può o non può recuperare nei propri rapporti interni con i soggetti beneficiari ultimi della relativa attribuzione.

In realtà, questo ragionamento non ha motivo di essere accolto, almeno nei termini prospettati dal Considerando 70 della nuova direttiva. Infatti, non sembrano sussistere ragioni di ordine logico o dogmatico che impongano che il diritto alla riduzione del costo del credito sia limitato a quanto il finanziatore ha materialmente percepito. Come pure sembra non vero l’assunto, che emerge dal Considerando 70, per cui ciò che viene pagato a un terzo, se *upfront*, sarebbe di per sé sottratto al potere di controllo del creditore. Ciò che rileva, piuttosto, è – a monte – la decisione dell’intermediario di avvalersi o meno di un dato soggetto per lo svolgimento di una fase prodromica, strumentale o accessoria alla propria offerta di credito. Che poi le relative provvigioni vengano incassate direttamente dal terzo, oppure che la percezione sia mediata dal finanziatore, conta poco davvero, sia in prospettiva civilistica⁴, sia nella logica di tutela propria della disciplina in materia di credito ai consumatori. Da questa prospettiva, il Considerando 70 risulta intrinsecamente contraddittorio.

Alla luce di quanto precede, appare corretto – anche in considerazione del fatto che, tecnicamente, i Considerando non sono di per sé dotati di forza normativa – fornire un’interpretazione del primo paragrafo della disposizione in commento che includa nella riduzione del costo totale del credito tutte quelle somme corrisposte dal consumatore (al finanziatore o a terzi) per decisione del finanziatore, indipendentemente dal fatto che si tratti di commissioni *up-front* o *recurring*. Del resto, se l’oggetto del diritto è la riduzione del costo del credito, è davvero incongruo che ne restino fuori delle componenti che a tutti gli effetti rientrano nel costo del credito. Sul piano degli effetti “di mercato” di una simile regola, sembra chiaro che una diversa lettura della nuova disposizione reintrodurrebbe invece quell’incentivo

⁴ E il riferimento va almeno alla delegazione di pagamento, dove si realizza una dissociazione tra *accipiens* in senso materiale e *accipiens* in senso giuridico del denaro.

all'«allungamento» della filiera (ossia all'esternalizzazione di fasi di attività), che invece la decisione Lexitor intendeva neutralizzare.

Una distinta considerazione merita, in questo contesto, il tema delle polizze assicurative. Al riguardo, va osservato che l'applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. consolidatasi nell'ordinamento italiano (nella formulazione in vigore sino alle modifiche intervenute con il d.l. 73/2021: cfr. *infra*, par. 5) ha sempre incluso la riduzione *pro quota* delle polizze assicurative accessorie al finanziamento, indipendentemente dalla circostanza che si trattasse di polizze assicurative o facoltative. Nella nuova formulazione, l'introduzione del presupposto dell'essere i costi soggetti a riduzione stati posti a carico del consumatore *da parte del finanziatore* sembrerebbe limitare il diritto alla riduzione del costo del credito (nei confronti del finanziatore) alle sole polizze obbligatorie, fermo restando che in relazione alle polizze facoltative il consumatore potrà ottenere la restituzione *pro quota* del premio puro direttamente dalla compagnia assicurativa ovvero anche dal creditore che abbia riscosso il premio in qualità di mandatario dell'impresa di assicurazione, non già in applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. ma delle regole del diritto privato generale.

5. *Sul recepimento della direttiva sul credito al consumo nella legislazione nazionale*

Alla luce della descritta evoluzione della disciplina, occorre infine considerare l'eventuale necessità di adattamento, in sede di recepimento della direttiva, della disposizione del testo unico bancario attualmente deputata alla regolamentazione dell'estinzione anticipata, ossia l'art. 125-*sexies* t.u.b.

Se la non variazione dei paragrafi da 3 a 5 rispetto alla direttiva 2008/48 induce a ritenere che non vi siano ragioni per intervenire sui profili ivi disciplinati, bisogna considerare la conformazione del diritto alla riduzione del costo del credito, di cui al primo comma dell'art. 125-*sexies* t.u.b.

Al riguardo, va rilevato che, a seguito dell'adozione della decisione Lexitor, il legislatore italiano è intervenuto mediante l'introduzione dell'articolo 11-*octies*, co. 2, del d.l. 25/05/2021, n. 73 sul comma 1 allora vigente che, recependo anodinamente il testo della direttiva,

sanciva il diritto alla «riduzione del costo totale del credito, pari all'importo degli interessi e dei costi dovuti per la vita residua del contratto». La novella è stata introdotta con il dichiarato intento di “adeguare” la disposizione ora riferita all’emanazione della pronuncia Lexitor; in realtà, la pretesa necessità di un simile adeguamento, dichiarata dal legislatore, nascondeva il goffo tentativo di limitare nel tempo l’efficacia conformativa della decisione della Corte di Giustizia, tentativo posto in essere mediante la formulazione di una disciplina di diritto intertemporale che, nella sostanza, avrebbe incluso le componenti *upfront* nella riduzione del costo del credito solo in relazione alle fattispecie successive all’entrata in vigore del d.l. 73/2021.

Non interessa in questa sede considerare la sorte di tale disposizione di diritto intertemporale presso la Corte Costituzionale, che ne ha prontamente dichiarato l’illegittimità con la sentenza n. 263 del 22 dicembre 2022. Al contrario, si deve fermare l’attenzione sul portato testuale del primo comma dell’art. 125-*sexies* t.u.b., come riformulato dal d.l. 73/2021 e attualmente vigente, ai sensi del quale «il consumatore può rimborsare anticipatamente in qualsiasi momento, in tutto o in parte, l’importo dovuto al finanziatore e, in tal caso, ha diritto alla riduzione, in misura proporzionale alla vita residua del contratto, degli interessi e di tutti i costi *compresi nel costo totale del credito*, escluse le imposte», per verificarne la conformità all’articolo 29 in commento.

In altri termini, si tratta di verificare se la perimetrazione del diritto del consumatore alle componenti rientranti nel costo totale del credito si ponga in rapporto di compatibilità con il concetto di costi *che il creditore pone a carico del consumatore*.

A questi fini, occorre riprendere la nozione di costo totale del credito, la cui definizione, adesso presente al n. 5 dell’articolo 3 della Direttiva 2023/2225 (in identica formulazione rispetto all’art. 3, lett. g) della Direttiva 2008/48), recita quanto segue: «tutti i costi, compresi gli interessi, le commissioni, le imposte e tutte le altre spese che il consumatore deve pagare in relazione al contratto di credito e di cui è a conoscenza il creditore, escluse le spese notarili; sono inclusi nel costo totale del credito per il consumatore anche i costi relativi a servizi accessori connessi al contratto di credito, in particolare i premi assicurativi, qualora, in aggiunta, la conclusione di un contratto

riguardante tali servizi accessori sia obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte».

Sul piano meramente lessicale, tale nozione sembrerebbe prestarsi a una lettura che la doti di un ambito applicativo più ampio di quella di «costi che il creditore pone a carico del consumatore», soprattutto ove il significato di tale locuzione sia enucleato alla luce del contenuto del Considerando 70 della Direttiva 2023/2225.

Tuttavia, le considerazioni svolte nel precedente par. 4, secondo cui dovrebbero ritenersi poste *dal creditore* a carico del finanziatore tutte le somme corrisposte dal consumatore (al finanziatore o a terzi) *per decisione del finanziatore* (tanto che si tratti di commissioni *up-front* che si tratti di commissioni *recurring*), riduce fortemente, se non addirittura annulla, lo iato tra la formulazione della disposizione in commento e quella dell'attuale versione dell'art. 125-*sexies* t.u.b.

E infatti, con riferimento alle voci di costo accessorie al tasso degli interessi ma relative ad attività strumentali alla conclusione del contratto, quali i costi di istruttoria e le provvigioni corrisposte alle reti, è ragionevole assumere che esse dovranno sempre considerarsi come poste dal finanziatore a carico del consumatore. In relazione alle polizze assicurative, è evidente la simmetria concettuale che esiste tra l'essere state poste a carico del consumatore «dal finanziatore» e l'essere la copertura assicurativa «obbligatoria per ottenere il credito oppure per ottenerlo alle condizioni contrattuali offerte» (impregiudicato il diritto del finanziatore di recuperare la quota parte del premio puro direttamente dall'impresa di assicurazione ovvero anche dal creditore che abbia riscosso il premio in qualità di mandatario dell'impresa di assicurazione, non già in applicazione dell'art. 125-*sexies* t.u.b. ma delle regole del diritto privato generale).

Più incerto è il trattamento da riservarsi alla provvigione relativa all'attività di mediazione creditizia. E infatti, se affinché essa rientri nel costo totale del credito è sufficiente il suo essere «nota» al finanziatore, non sempre potrà dirsi che essa è posta *dal finanziatore* a carico del consumatore. A questi fini, sembra infatti occorrere un requisito ulteriore, ossia quello per cui il singolo mediatore costituisca, per il finanziatore, un canale ordinario della propria offerta imprenditoriale: requisito che deve ritenersi senz'altro integrato quando sussistano

«accordi quadro» tra il finanziatore e il mediatore⁵, e tanto più quando la provvigione mediatizia sia finanziata dal creditore (e quindi inglobata nel montante capitale del finanziamento).

Un ultimo punto da considerare attiene alla compatibilità con l'articolo 29, par. 1, della Direttiva 2023/2225 della previsione, attualmente contenuta nel comma secondo dell'art. 125-sexies t.u.b., ai sensi della quale «i contratti di credito indicano in modo chiaro i criteri per la riduzione proporzionale degli interessi e degli altri costi, indicando in modo analitico se trovi applicazione il criterio della proporzionalità lineare o il criterio del costo ammortizzato. Ove non sia diversamente indicato, si applica il criterio del costo ammortizzato».

Al riguardo, pare sufficiente rilevare che la direttiva non reca alcuna previsione che imponga uno specifico metodo di quantificazione della riduzione del costo del credito «per la restante durata del contratto». In considerazione di ciò, è da ritenersi compatibile con tale disposizione l'imposizione, da parte del legislatore italiano, dell'alternativa tra il criterio della proporzionalità lineare (il c.d. criterio *pro rata temporis* puro) e quello del «costo ammortizzato», che nel gergo dell'ABF – di cui è chiaramente tributario il legislatore – costituisce una variante lessicale enunciativa del criterio della c.d. «curva degli interessi». Quest'ultimo identifica il parametro, sulla base del quale definire la misura della riduzione del costo del credito, nel rapporto fra gli interessi maturati sino al momento del rimborso anticipato (sulla base del piano di ammortamento) e quelli totali. In effetti, sembra difficile scorgere, in aggiunta alla proporzionalità lineare e alla curva degli interessi, altri metodi ragionevoli di quantificazione della riduzione del costo del credito nell'ipotesi dell'estinzione anticipata del finanziamento.

⁵ Resta impregiudicata ogni considerazione in ordine alle condizioni di legittimità di simili accordi, in particolare quando accompagnati da forme di incentivo quali i cc.dd. «*rappel*». Sul tema, sia consentito di rinviare a U. MALVAGNA, *Nel focus del credito al consumo: gli oneri economici della «cessione del quinto»*, in Riv. Dir. Civ., 2015, II, 1560 ss.

Credit scoring e trasparenza algoritmica

SOMMARIO: 1. Erogazione del credito e processi decisionali automatizzati: il *credit scoring*. – 2. *Credit scoring* e GDPR. Incidenza della decisione algoritmica sul processo decisionale della banca. La portata applicativa dell'art. 22 GDPR. – 3. Valutazione algoritmica del merito creditizio e controllo delle modalità di esercizio del potere discrezionale della banca. – 4. *Credit scoring* e tutela del consumatore nella direttiva 2023/2225/UE. – 5. Regolamento 2024/1968/UE (AI Act) e *credit scoring*: verso un divieto della *black box*? – Rilevi conclusivi: trasparenza dei processi decisionali algoritmici e macchina come strumento di supporto all'attività decisionale umana.

1. Erogazione del credito e processi decisionali automatizzati: il credit scoring

Da diverso tempo ormai l'avanzamento tecnologico consegna strumenti, sempre più spesso basati su modelli di intelligenza artificiale, in grado di elaborare enormi quantità di dati e fornire, sulla base di essi, *output* finalizzati a orientare o sostituire le scelte umane. Le decisioni algoritmiche stanno invadendo gran parte dei campi di azione dell'attività umana. L'incidenza di esse sui processi deliberativi delle persone è oggetto di indagine sotto svariati profili, dalla qualificazione dei prodotti consegnati dalle macchine alla individuazione della disciplina applicabile ai nuovi fenomeni. Lo scopo è quello di regolare i fenomeni in atto senza disincentivare il progresso scientifico tecnologico, garantendo, al contempo, un livello di tutela accettabile.

Tra i settori maggiormente influenzati dallo sviluppo tecnologico vi sono certamente quelli finanziario, bancario e assicurativo, da sempre protagonisti della attuazione pratica delle innovazioni consegnate dalla scienza informatica¹.

¹ Nel settore finanziario il progresso tecnologico corre e si concretizza molto velocemente, tanto da potersi ipotizzare l'emersione di un settore del tutto nuovo: il *Fintech*. Sulla definizione attribuibile al termine *Fintech* non vi è unanimità di vedute, pur nella comune e pacifica rilevanza del fenomeno. Per alcuni si tratta di una sorta di *genus* declinabile, al suo interno, in diverse *species*; altri sostengono che si tratti di un fenomeno innovativo a sé stante; altri ancora ritengono che possa essere qualificato al pari di un settore, una industria o una tecnologia oppure una modalità operativa, per

Con precipuo riferimento all'attività di erogazione del credito, per un verso, banche e intermediari stanno incrementando l'uso dei nuovi strumenti nei processi di deliberazione della concessione dei finanziamenti, a partire dall'utilizzo di sistemi algoritmici di *credit scoring*² fino ad arrivare alla totale automazione del processo di

una ricognizione delle diverse posizioni v. A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Milano, 2020, 1 ss.

Ad ogni modo, l'innovazione tecnologica in ambito finanziario ha consentito di mutare i modelli di business, di migliorare i processi e di creare nuovi prodotti. L'innovazione concerne tutti i settori della intermediazione bancaria e finanziaria: servizi di pagamento, credito, servizi di consulenza, valute virtuali, tecnologie di validazione decentrata delle transazioni, supporto all'erogazione dei servizi ecc. In argomento v. M. T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017; R. LENER (a cura di), «Fintech»: diritto, tecnologia e finanza, Roma, 2018; E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del «Fintech»*, Milano, 2019; M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, 2020; G. CASSANO, F. DI CIOMMO, M. RUBINO DE RITIS (a cura di), *Banche, Intermediari e Fintech*, Milano, 2021; M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e Intelligenza artificiale, nella prestazione dei servizi finanziari*, in Riv. trim. dir. econom., 2021, 186 ss.; L. AMMANNATI, A. CANEPA (a cura di), *La finanza nell'età degli algoritmi*, Torino, 2023. Con riferimento alle applicazioni di intelligenza artificiale nel settore finanziario v. anche G. BAGATTINI, C. GUAGLIANO, *Artificial intelligence in UE securities markets*, ESMA TRV Risk analysis, 2023, consultabile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ESMA50-164-6247-AI_in_securities_markets.pdf.

² La letteratura in materia di *credit scoring* è ampia, senza pretese di esaustività: F. BAGNI, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in Osservatorio sulle fonti, 2, 2021, 909 ss.; L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Piattaforme digitali, algoritmi e big data: il caso del credit scoring*, in Riv. trim. dir. econ., 2021, p. 290; ID, *Il credit scoring "intelligente": esperienza, rischi e nuove regole*, in questa Rivista, 2023, p. 261; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, ivi, p. 174 ss.; ID, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, in Riv. dir. impr., 3, 2023, 467 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La valutazione "innovativa" del merito creditizio del consumatore e le sfide per il regolatore*, in Dir. banc. merc. fin., 2020, 187 ss.; ID., *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, in Dialoghi di Diritto dell'Economia, gennaio 2025, <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2025/01/2025-Mattassoglio-Credit-scoring.pdf>; P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, in questa Rivista, 2024, 825 ss.; C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, in Intelligenza artificiale e rapporti bancari, M.

decisione³; per altro verso, nuovi fenomeni stanno prendendo piede, quale ad esempio il credito *peer to peer lending*⁴.

L'influenza delle decisioni algoritmiche si apprezza soprattutto con riferimento alle moderne modalità di calcolo del merito di credito⁵.

È noto che, prima della conclusione del contratto, il finanziatore deve valutare il merito di credito del consumatore, al fine di verificare la capacità di quest'ultimo di restituire la somma ottenuta in prestito. Tradizionalmente tale procedura, pur avvalendosi di sistemi automatizzati di calcolo, non faceva uso di modelli di intelligenza artificiale, né si avvaleva di *soft data*, dati cioè caratterizzati da informazioni extra-finanziarie.

Il *credit scoring* algoritmico è, invece, un sistema automatizzato funzionale alla valutazione del merito creditizio che differisce dal modello tradizionale in punto sia di qualità dei dati oggetto della valutazione, sia di metodo tecnico di valutazione di detti dati. La macchina, a fronte del suo funzionamento, restituisce un punteggio

PROTO (a cura di), Pisa, 2024, 107 ss.; E. CAPOBIANCO, *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, in questa *Rivista*, 2024, 997 ss. Con precipuo riferimento alla disciplina del *credit scoring* nel solco del dibattito sul ruolo della volontà negoziale nei sistemi di intelligenza artificiale v. anche P. GAGGERO, *Innovazione tecnologica e ruolo della volontà negoziale nel mercato dei capitali*, in questa *Rivista*, 2025, 1 ss.

³ L'utilizzo di sistemi automatizzati per la valutazione del merito di credito e nei processi decisionali in materia di credito è stato oggetto di attenzione anche da parte della *European Banking Authority*, v. EBA, *Orientamenti in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti*, 29 maggio 2020. Per una sintesi del documento v. C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, cit., 122 ss.

⁴ Si tratta di prestiti tra privati che si concludono ed eseguono su piattaforme digitali. Sul tema v. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2019, 125 ss. Per una descrizione dei caratteri dell'operazione v. L. MODICA, *Prestito tra privati su piattaforma*, in *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, M. PROTO (a cura di), Pisa, 2024, 76 ss.

⁵ L'utilizzo dell'intelligenza artificiale nell'ambito della valutazione del merito di credito è oggetto di uno studio effettuato dalla Banca d'Italia, cfr. E. BONACCORSI DI PATTI, F. CALABRESI, B. DE VARTI, F. FEDERICO, M. AFFINITO, M. ANTOLINI, F. LORIZZO, S. MARCHETTI, I. MASIANI, M. MOSCATELLI, F. PRIVITERA, G. RINNA, *Intelligenza artificiale nel credit scoring: analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, 2022, consultabile al seguente indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2022-0721/QEF_721_IT.pdf

idoneo a prevedere la solvibilità del cliente, agevolando e, almeno teoricamente, ottimizzando il processo decisionale che conduce all'accoglimento o al rigetto della richiesta di finanziamento. Il punteggio ottenuto dal *software* indica il rischio legato al finanziare un soggetto determinato, così impattando sulla decisione della banca di erogare o meno il credito.

La valutazione avviene attraverso l'elaborazione di dati anche alternativi a quelli tradizionali. Si tratta di dati non strettamente legati alla storia finanziaria del cliente, ma che si traggono dalle "tracce" digitali di quest'ultimo e includono abitudini, propensioni di acquisto o addirittura preferenze manifestate attraverso l'utilizzo dei motori di ricerca *online*⁶. L'uso di sistemi di AI, in particolare di *machine learning*, può consentire al *software* anche di auto apprendere e migliorarsi ottimizzando, almeno in astratto, la propria *performance*.

Il ricorso a sistemi algoritmici di valutazione del merito di credito apporta sicuri vantaggi. Consente, infatti, una migliore profilazione del cliente, permettendo così al finanziatore di meglio selezionare i soggetti meritevoli e meglio adeguare il servizio offerto alle singole peculiarità, e potrebbe per di più incentivare l'inclusione finanziaria rispetto a quei soggetti che non posseggono una storia creditizia. Allo stesso tempo, i rischi sono ormai ben noti, primo tra tutti quello discriminatorio⁷.

Il rischio di discriminazione, conseguenza di un *bias* o di un malfunzionamento del *software*, potrebbe causare una rappresentazione errata della capacità finanziaria del cliente⁸. Sotto questo aspetto,

⁶ Cfr. M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, cit., 182.

⁷ Sul rischio di discriminazione v. M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, cit., 467 ss.

⁸ In argomento v. L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, cit., 471 s. «l'utilizzo di sistemi di AI/ML ha fatto emergere rischi di opacità della decisione così che non era agevole verificare se il sistema producesse esiti scorretti o discriminazioni anche grazie all'utilizzo di dati personali. Più in generale, il credit scoring algoritmico può produrre inefficienze e decisioni non corrette nel caso in cui i prestatori utilizzino bias cognitivi e comportamentali dei consumatori sfruttando situazioni di vulnerabilità con la conseguente offerta di condizioni contrattuali più sfavorevoli che il richiedente è indotto ad accettare. A causa della nota caratterizzazione di "black box" degli algoritmi di ML sono apparse numerose le difficoltà di dare "spiegazioni" sia ai consumatori che ai supervisor riguardo la logica sottesa alle decisioni basate sul credit scoring».

delicata è anche la questione relativa all'uso di dati non corretti o non sufficientemente rappresentativi in fase di «addestramento» del *software*. Invero, le informazioni con le quali il *software* viene allenato assumono un ruolo importante in quanto rappresentano il substrato conoscitivo sul quale la macchina opera. I dati utilizzati per tale delicata fase potrebbero rispecchiare, involontariamente, pregiudizi e/o convinzioni, provocando a valle una discriminazione indiretta⁹. Stesse preoccupazioni si rinvergono per i dati raccolti, nel corso dell'attività, dal *software* e da esso rielaborati e utilizzati per l'autoapprendimento.

A ciò si aggiunga che per gli algoritmi che fanno uso di intelligenza artificiale spesso non è possibile prevedere - né per le parti, né per il programmatore - e conoscere il processo decisionale eseguito per ottenere quel determinato risultato (c.d. *black box*¹⁰). Ciò rende la decisione robotica opaca, nel senso di non poter essere spiegata. La c.d. scatola nera, in altre parole, rende complicato comprendere quali siano stati i fattori che hanno avuto influenza sul risultato, dunque sul punteggio ottenuto. Ciò si traduce nella impossibilità di spiegare le ragioni che hanno condotto all'ottenimento di quel risultato, il quale poi ha determinato, ad esempio, il rigetto della richiesta di finanziamento o l'applicazione di determinate condizioni.

In un contesto in cui la valutazione del merito di credito non influisce solo sull'accesso al credito, ma anche sul costo del finanziamento, la qualità dei dati oggetto di valutazione e, soprattutto, la mancanza di

⁹ Ritene M. RABITTI, *Discriminazioni tecnologiche e Fin-Tech*, cit., 481, che «se la discriminazione diretta può essere evitata, ad esempio, non codificando nel sistema di IA le caratteristiche protette, quella indiretta appare, in una certa misura, inevitabile perché la natura dell'apprendimento automatico è imperfetta, dal momento che replica i pregiudizi cognitivi e sociali umani esistenti». Inoltre, sostiene l'A. che «la discriminazione indiretta può poi essere occultata dal funzionamento del sistema algoritmico (nel caso delle *black boxes* o degli *unsupervised system*), dal segreto industriale o dalla carenza di competenze ed esperienza o da errori compiuti dalle persone preposte a predeterminare, supervisionare e interpretare le decisioni algoritmiche».

¹⁰ Per studi in materia di *black box*, senza alcuna pretesa di esaustività, v. F. PASQUALE, *The black box society. The secret algorithms that control money and information*, Cambridge, 2015; T. WISCHMEYER, *Artificial Intelligence and Transparency: opening the Black Box*, in T. WISCHMEYER, T. RADEMACHER (eds.), *Regulating Artificial Intelligence*, Cham, 2020, 75 ss.; S. QUINTARELLI, *Intelligenza Artificiale. Cos'è davvero, come funziona, che effetti avrà*, Torino, 2020.

trasparenza rispetto alla elaborazione di questi rappresentano problemi urgenti da risolvere.

La questione non è sfuggita né alle autorità giudiziarie, né al regolatore europeo. Di recente i sistemi automatizzati di valutazione del merito di credito sono stati oggetto – proprio per la metodologia utilizzata - di una pronuncia della Corte di Giustizia, finalizzata a comprendere se a essi vada o meno applicata la disciplina del GDPR in materia di decisioni automatizzate¹¹ e sono stati altresì in parte disciplinati da neo introdotte normative di settore.

2. Credit scoring e GDPR. Incidenza della decisione algoritmica sul processo decisionale della banca. La portata applicativa dell'art. 22 GDPR

I sistemi automatizzati di *credit scoring* sono stati oggetto di una interessante pronuncia della Corte di Giustizia¹², con riferimento alla portata applicativa dell'art. 22 del GDPR. Segnatamente, il menzionato articolo dispone che «l'interessato ha il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, compresa la profilazione, che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona» a meno che la decisione automatizzata i) sia necessaria per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento; ii) sia autorizzata dal diritto dell'Unione o dello Stato membro cui è soggetto il titolare del trattamento, che precisa altresì

¹¹ Il riferimento corre a C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, v. in *One Legale*, con la quale la Corte UE ha ritenuto che le decisioni algoritmiche di valutazione del merito di credito rientrano nel perimetro applicativo dell'art. 22 GDPR.

¹² C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, cit.. Per commenti alla sentenza v. F. D'ORAZIO, *Il credit scoring e l'art. 22 GDPR al vaglio della Corte di giustizia*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2, 2024, 410 ss.; E. FALLETTI, *Alcune riflessioni sull'applicabilità dell'art. 22 GDPR in materia di scoring creditizio*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2024, 110 ss.; A. G. GRASSO, *Decisioni automatizzate e merito creditizio: la Corte di giustizia sul credit scoring*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 2024, 730 ss.; F. MATTASSOGLIO, *La Corte di Giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, cit., 1 ss.

misure adeguate a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato; iii) si basi sul consenso esplicito dell'interessato.

Rispetto alla portata applicativa di questa previsione la Corte di Giustizia è stata chiamata a pronunciarsi sulla riconducibilità della decisione algoritmica di valutazione del merito di credito¹³ – effettuata da un terzo e comunicata al finanziatore - al procedimento automatizzato¹⁴.

¹³ Al fine di comprendere al meglio l'iter argomentativo seguito e le soluzioni adottate sembra opportuno ripercorrere, seppure brevemente, la vicenda alla base del rinvio pregiudiziale. Una richiesta di prestito, avanzata da un consumatore, veniva rigettata a causa della valutazione negativa sul merito creditizio elaborata e trasmessa all'ente finanziatore dalla società *Schufa*. Tale società, grazie ai sistemi di *credit scoring*, fornisce ai propri partner commerciali un giudizio relativo al comportamento futuro del cliente, con precipuo riferimento alla probabilità che questi sia in grado di rimborsare un prestito. La valutazione avviene tramite l'uso di sistemi algoritmici che lavorano enormi quantità di dati e si fonda su procedure matematiche e statistiche, le quali consentono di assegnare una persona a un gruppo di altre aventi caratteristiche simili e comparabili. Ciò consente di presumere che il comportamento del soggetto valutato sia analogo a quello degli altri appartenenti allo stesso gruppo. In sostanza si tratta di *software* che, elaborati i dati, forniscono quale *output* la probabilità di rimborso del credito. La valutazione così ottenuta viene trasmessa all'ente finanziatore il quale sulla base di essa decide se erogare o meno il finanziamento e a quali condizioni. Nel caso di specie, a fronte della negata concessione del prestito, il ricorrente chiedeva alla società *Schufa* di comunicargli le informazioni sui dati personali da questa detenute e di eliminare quelle ritenute errate. La *Schufa*, a fronte di tale richiesta, comunicava al richiedente il punteggio ottenuto e, a somme linee, il modello di calcolo utilizzato. Si rifiutava, invece, di rendere notizie sulle ulteriori informazioni processate ai fini del calcolo e sulla loro ponderazione, sostenendo che tali indicazioni erano coperte dal segreto commerciale e, soprattutto, che il suo operato fosse limitato alla trasmissione di informazioni alla propria controparte contrattuale (il finanziatore), la quale era l'unica a poter adottare la decisione finale relativa alla conclusione o meno del contratto di finanziamento. Sicché l'attività di *Schufa* non rivestiva carattere decisionale.

¹⁴ Più di recente è stato sottoposto alla Corte di Giustizia un altro caso avente ad oggetto il calcolo automatizzato del merito di credito dell'interessato, con specifico riferimento all'ampiezza del diritto di accesso di cui all'art. 15 GDPR. Il riferimento corre a Corte giust. UE, causa C-203/22. In particolare, a seguito di una richiesta di rinnovo di un abbonamento telefonico, il richiedente vedeva rigettata la domanda a causa del punteggio negativo relativo al proprio punteggio, calcolato automaticamente, di merito di credito. La società che aveva effettuato il calcolo negava l'accesso all'informazione relativa alla logica seguita dall'algoritmo e ai dati processati in forza della tutela del segreto commerciale. Dalla relazione dell'Avvocato Generale, visionabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal->

Il nodo centrale, dunque, riguarda la qualificazione in termini di decisione direttamente incidente sulla sfera dell'interessato dell'*output* della macchina¹⁵. Riguarda cioè la possibilità che il calcolo del merito

content/IT/TXT/HTML/?uri=CELEX:62022CC0203, possono trarsi interessanti rilievi. L'Avvocato Generale, nel suo parere, specifica che non è necessario rivelare tutti i dettagli tecnici di un algoritmo, ma piuttosto fornire spiegazioni chiare e comprensibili sul funzionamento. Chiarisce anche che è vero che il segreto industriale o la proprietà intellettuale possono giustificare il rifiuto di divulgare dettagli completi su un algoritmo, ma ciò non consente di negare totalmente all'interessato le informazioni generali inerenti ai fattori presi in considerazione e alla loro composizione. In altre parole, l'obbligo di fornire «informazioni significative sulla logica utilizzata» dovrebbe essere inteso nel senso di consentire all'interessato di ottenere spiegazioni sufficientemente dettagliate sul metodo utilizzato per la valutazione e le ragioni che hanno portato a un determinato risultato. In particolare, il titolare del trattamento dovrebbe fornire all'interessato informazioni generali sui fattori presi in considerazione ai fini del processo decisionale e sulla loro rilevanza a livello aggregato. Sul punto, recentemente v. il commento di F. MATTASSOGLIO, *La Corte di giustizia europea, algoritmi e credit scoring. L'apertura del vaso di Pandora delle società che si "limitano" a elaborare gli scoring*, cit., 3.

¹⁵ Da quando le macchine producono *output* in grado di incidere sulla sfera degli interessati si è reso necessario interrogarsi sulla qualificazione giuridica del prodotto della macchina al fine di comprendere quale sia la disciplina applicabile. Nel nostro Paese la giurisprudenza amministrativa si è occupata di qualificare il risultato ottenuto tramite l'utilizzo di un algoritmo utilizzato per la determinazione delle sedi di lavoro dei docenti in applicazione della legge n. 107 del 2015, c.d. Buona scuola, cfr. Tar Lazio, sez. III bis, 22 marzo 2017, n. 3769, in *giustizia-amministrativa.it*. I giudici amministrativi hanno evidenziato che l'algoritmo nel decidere la destinazione degli insegnanti aveva di fatto sostanzialmente il procedimento amministrativo alla cui conclusione vi è il provvedimento e per questa ragione le regole previste dalla legge 241 del 1990 risultavano pienamente applicabili. In particolare, nel contenzioso che si sviluppò un sindacato di insegnanti – dopo essersi visto negare la richiesta da parte del Ministero – presentò al TAR Lazio domanda di accesso all'algoritmo, ai sensi dell'art. 22 della legge n. 241 del 1990. Durante il giudizio il Ministero si difese sostenendo in primo luogo che il codice sorgente del software non poteva essere considerato né documento amministrativo né atto amministrativo informatico ai sensi della legge 241 del 1990 e pertanto la disciplina in materia di accesso agli atti non era applicabile; in secondo luogo, che l'accesso non poteva essere consentito in quanto il software, prodotto da una società privata, era coperto dai diritti di proprietà intellettuale. I giudici amministrativi, accogliendo il ricorso, hanno disatteso le difese del Ministero evidenziando che l'algoritmo nel decidere la destinazione degli insegnanti aveva di fatto sostanzialmente il procedimento amministrativo alla cui conclusione vi è il provvedimento e per questa ragione le regole previste dalla legge 241 del 1990 risultavano pienamente applicabili. A ben vedere, quindi, l'applicabilità delle regole che governano il procedimento amministrativo è dipesa dalla previa

creditizio non rivesta solo carattere preparatorio alla successiva decisione assunta dalla banca¹⁶, ma, al contrario, rappresenti esso stesso la causa di preclusione o accesso al credito.

La Corte di Giustizia ha ritenuto, condivisibilmente, che la decisione algoritmica nell'ambito della valutazione del merito di credito sia qualificabile alla stregua delle decisioni automatizzate di cui all'art. 22 GDPR.

I passaggi argomentativi si snodano in tre punti, ricalcanti le tre condizioni necessarie ai fini della applicabilità dell'art. 22 GDPR: i) esistenza di una decisione; ii) decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato dei dati, compresa la profilazione; iii) decisione produttiva di effetti giuridici o incidente in maniera significativa sulla persona¹⁷.

Sul significato da attribuire al termine «decisione», in mancanza di una definizione espressa, questo deve essere ricostruito in via interpretativa, tenendo conto dell'impatto che il procedimento automatico può avere sulla sfera dell'interessato. In proposito, la Corte per un verso rileva che l'art. 22 GDPR consente di attribuire ampia portata al termine «decisione» e, per altro verso, valorizza il considerando 71 del GDPR¹⁸ ove, a titolo esemplificativo, è previsto

qualificazione dell'azione realizzata dalla macchina. Qualificazione che, dunque, si è mostrata preliminare e decisiva per la selezione della disciplina concretamente chiamata a regolare e risolvere il conflitto. In generale sul rapporto tra algoritmi e potere amministrativo v. M. TIMO, *Algoritmo e potere amministrativo*, in *dir. econom.*, 1, 2020, 753 ss.

¹⁶ In una precedente pronuncia, l'autorità giudiziaria tedesca ha ritenuto che la decisione automatizzata avente ad oggetto la valutazione del merito di credito rivestisse carattere meramente preparatorio. In quella prospettiva, la valutazione automatizzata del merito di credito non poteva integrare una decisione automatizzata direttamente incidente sulla sfera dell'interessato in quanto tale valutazione rappresentava solo la base per la successiva decisione di erogazione o meno del finanziamento. Sicché la determinazione avente effetti sulla sfera dell'interessato era quella assunta da un essere umano, cfr. BGH, 28 gennaio 2013, VI ZR156/2013, v. in <https://openjur.de/u/677956.html>.

¹⁷ C. Giust. UE n. 634/2021 del 7 dicembre 2023, cit.

¹⁸ Cfr. Regolamento 2016/679/UE, Considerando 71, «l'interessato dovrebbe avere il diritto di non essere sottoposto a una decisione, che possa includere una misura, che valuti aspetti personali che lo riguardano, che sia basata unicamente su un trattamento automatizzato e che produca effetti giuridici che lo riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona, quali il rifiuto automatico di una

che il rigetto automatico della richiesta di prestito online possa integrare una misura che determina implicazioni rilevanti per la sfera dell'interessato. Pare altresì pacifico che l'attività in questione risponda alla nozione di «profilazione» come definita dall'art. 4, punto 4, GDPR.

L'ultima delle condizioni risulta parimenti soddisfatta in quanto le risultanze fattuali dimostrano che la domanda di finanziamento, presentata dal consumatore alla banca, viene rigettata in quasi tutti i casi

domanda di credito online o pratiche di assunzione elettronica senza interventi umani. Tale trattamento comprende la «profilazione», che consiste in una forma di trattamento automatizzato dei dati personali che valuta aspetti personali concernenti una persona fisica, in particolare al fine di analizzare o prevedere aspetti riguardanti il rendimento professionale, la situazione economica, la salute, le preferenze o gli interessi personali, l'affidabilità o il comportamento, l'ubicazione o gli spostamenti dell'interessato, ove ciò produca effetti giuridici che la riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona. Tuttavia, è opportuno che sia consentito adottare decisioni sulla base di tale trattamento, compresa la profilazione, se ciò è espressamente previsto dal diritto dell'Unione o degli Stati membri cui è soggetto il titolare del trattamento, anche a fini di monitoraggio e prevenzione delle frodi e dell'evasione fiscale secondo i regolamenti, le norme e le raccomandazioni delle istituzioni dell'Unione o degli organismi nazionali di vigilanza e a garanzia della sicurezza e dell'affidabilità di un servizio fornito dal titolare del trattamento, o se è necessario per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento, o se l'interessato ha espresso il proprio consenso esplicito. In ogni caso, tale trattamento dovrebbe essere subordinato a garanzie adeguate, che dovrebbero comprendere la specifica informazione all'interessato e il diritto di ottenere l'intervento umano, di esprimere la propria opinione, di ottenere una spiegazione della decisione conseguita dopo tale valutazione e di contestare la decisione. Tale misura non dovrebbe riguardare un minore.

Al fine di garantire un trattamento corretto e trasparente nel rispetto dell'interessato, tenendo in considerazione le circostanze e il contesto specifici in cui i dati personali sono trattati, è opportuno che il titolare del trattamento utilizzi procedure matematiche o statistiche appropriate per la profilazione, metta in atto misure tecniche e organizzative adeguate al fine di garantire, in particolare, che siano rettificati i fattori che comportano inesattezze dei dati e sia minimizzato il rischio di errori e al fine di garantire la sicurezza dei dati personali secondo una modalità che tenga conto dei potenziali rischi esistenti per gli interessi e i diritti dell'interessato e che impedisca tra l'altro effetti discriminatori nei confronti di persone fisiche sulla base della razza o dell'origine etnica, delle opinioni politiche, della religione o delle convinzioni personali, dell'appartenenza sindacale, dello status genetico, dello stato di salute o dell'orientamento sessuale, ovvero che comportano misure aventi tali effetti. Il processo decisionale automatizzato e la profilazione basati su categorie particolari di dati personali dovrebbero essere consentiti solo a determinate condizioni.

in cui il tasso di probabilità di adempimento sia insufficiente. Nella prassi, dunque, è il tasso di probabilità comunicato ai finanziatori a determinare se e come questi ultimi contrarranno, con la conseguenza che la decisione della banca di erogare o meno il prestito dipende dalla valutazione effettuata automaticamente dal *software*; pertanto, le procedure in discorso influiscono indiscutibilmente sulla sfera del richiedente il prestito. In questa prospettiva, il *credit scoring*, pur se effettuato da un soggetto diverso dal finanziatore, incide direttamente sulla sfera del cliente, il quale sarebbe sottoposto a una decisione automatizzata ai sensi dell'art. 22 GDPR.

Da questo angolo visuale è quindi dirimente il peso che acquista la decisione automatizzata ai fini della successiva deliberazione umana, di guisa che la disciplina in parola risulta applicabile laddove il processo automatizzato, seppure non direttamente rappresentativo della determinazione finale, abbia in qualche maniera consumato la discrezionalità del soggetto al quale la determinazione stessa è demandata.

La pronuncia non può che essere accolta favorevolmente, in quanto valorizza il profilo funzionale della norma di modo da garantire l'effettività della tutela per l'interessato. Nondimeno, gli ulteriori problemi connessi all'uso di AI e alla mancanza di trasparenza dei processi decisionali automatizzati non sembrano del tutto risolti. Specie ove si consideri che spesso l'opacità del procedimento decisionale condotto da un modello di intelligenza artificiale non consente agevolmente, né agli sviluppatori né agli utilizzatori, di comprendere in pieno quale sia il percorso che conduce a un determinato risultato.

In questa ottica, i problemi inerenti all'utilizzo di sistemi di *credit scoring* non riguardano soltanto il diretto impatto della decisione su di un centro di interessi ma anche – e forse soprattutto – la controllabilità e la comprensibilità delle ragioni che sono causa della decisione. Ebbene, il discorso relativo alla decisione algoritmica nell'ambito della concessione del credito è assai più vasto poiché si interseca con il controllo dell'esercizio del potere discrezionale della banca.

3. Valutazione algoritmica del merito creditizio e controllo delle modalità di esercizio del potere discrezionale della banca

La valutazione del merito creditizio, si è detto, è finalizzata alla selezione dei potenziali debitori meritevoli della fiducia creditizia; di quei soggetti cioè per i quali risulta che gli obblighi derivanti dal contratto di finanziamento saranno verosimilmente adempiuti, sì da rendere effettiva la prospettiva restitutoria.

Le regole relative alla valutazione del merito di credito non rispondono solo agli interessi delle banche, nel solco della sana e prudente gestione, ma anche a quelli dei consumatori¹⁹. Segnatamente la normativa in materia rappresenta l'epicentro dell'interesse generale all'erogazione del credito, mira a tutelare il finanziato da pratiche irresponsabili e sovraindebitamento²⁰ e, allo stesso tempo, è diretta a garantire la stabilità del sistema bancario nel suo complesso²¹.

¹⁹ La disciplina della valutazione del merito di credito è epicentro di diverse costruzioni volte a perimetrare il grado di autonomia riconosciuto alle banche, specie con riferimento all'esistenza o meno di un obbligo di astensione dall'erogazione di credito in favore di soggetti non meritevoli e di un diritto perfetto del cliente finanziariamente solido alla concessione del finanziamento, in argomento v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 2, 352 ss.

²⁰ In argomento v. anche la direttiva 2023/2225/UE, art. 18, par. 1 ove è previsto che «Gli Stati membri dispongono che, prima della conclusione di un contratto di credito, il creditore debba effettuare una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore. Tale valutazione è effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento, e tiene adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito».

²¹ Sul punto v. Corte giust. UE, 11 gennaio 2024, C-755/22, *Nárokuj s.r.o. contro EC Financial Services, a.s.*, in *dirittobancario.it*, ove con riferimento all'art. 8 della direttiva 2008/48 la Corte ha ritenuto che l'obbligo gravante sul creditore di valutare il merito di credito da un lato previene il rischio di sovraindebitamento o di insolvenza, e dall'altro «la responsabilizzazione dei creditori e la prevenzione di pratiche irresponsabili nella concessione di crediti ai consumatori contribuiscono in modo essenziale al buon funzionamento del mercato del credito al consumo. Poiché tali finalità sono indipendenti dalla situazione o dal comportamento di un determinato consumatore, esse non sono conseguite per il solo fatto dell'esecuzione integrale del contratto di credito concluso da quest'ultimo. Qualsiasi altra interpretazione

La valorizzazione degli interessi normativamente predeterminati e tutelati dalla disciplina in parola ha consentito di giungere alla qualificazione della parte bancaria quale ufficio di diritto privato²². In questa prospettiva, quella che guarda cioè agli interessi, l'esercizio del potere negoziale delle banche non è libero, ma funzionalizzato, in quanto teso alla cura, dalla legge imposta, anche dell'interesse dei clienti e dell'intero sistema bancario²³. Un agire, dunque, non libero ma vincolato nei fini. La vincolatività del fine - e quindi il necessario perseguimento dell'interesse anche del cliente - segna il passaggio rispetto all'attività e con precipuo riferimento alla valutazione del merito creditizio dal suo contenuto libero a quello discrezionale²⁴. È in

condurrebbe a favorire l'inosservanza, da parte del creditore, dell'obbligo ad esso incombente in forza dell'articolo 8 della direttiva 2008/48 e potrebbe privare tale disposizione del suo effetto utile».

²² Sulla qualificazione della parte professionale quale ufficio di diritto privato v. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 321 ss.; v. anche, con diverse argomentazioni, D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato della banca e la concessione di credito abusiva, o imprudente*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2021, 1 ss.; ID., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Quaderni di Banca, borsa e titoli di credito*, Swap tra banche e clienti, D. MAFFEIS (a cura di), 2014, 3 ss.

²³ Ritieni E. CAPOBIANCO, *op. cit.*, p. 1008, che attualmente «la valutazione del merito creditizio si avvia, per effetto delle previsioni che nel sistema sono oggi contenute nella disciplina consumeristica e in quella relativa al sovraindebitamento, ad assumere le fattezze di un vero e proprio obbligo teso non solo ad assicurare il rispetto da parte dell'intermediario dei requisiti di stabilità, ma altresì – configurandosi in tal caso come obbligo di protezione – a proteggere l'integrità della situazione patrimoniale del debitore assicurando la sostenibilità del prestito sì da scongiurare l'esposizione di quest'ultimo ad una situazione di sovraindebitamento».

²⁴ Sulla natura del potere discrezionale dell'intermediario v. R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche: il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, 1120 ss., secondo il quale il riconoscimento della natura discrezionale del potere presuppone l'esistenza di una norma che ne orienti la funzione e che dunque definisca il contenuto specifico della situazione di autonomia contrattuale, oltre la generica previsione dell'art. 41 Cost. L'autonomia, come da tempo rilevato e sostenuto, non ha fondamento unitario; pertanto, il fondamento si rintraccia di volta in volta secondo gli interessi coinvolti. Così può essere distinto ad esempio il fondamento dell'autonomia a contenuto non patrimoniale in quanto integrato dai principi fondamentali degli artt. 2 e 3 Cost. oppure il fondamento della autonomia della PA integrato dagli artt. 97 ss. L'autonomia dell'intermediario trae invece il suo contenuto specifico dall'art. 47

questa prospettiva che la modalità di esercizio del potere discrezionale può essere controllata.

Su questa premessa, la funzionalizzazione dell'attività di concessione dei finanziamenti permette di riconoscere il diritto del cliente a che la valutazione del merito di credito sia svolta correttamente e che la scelta di erogare o no sia fondata sull'esito della valutazione ed eventualmente su altre ragioni di carattere oggettivo.

Il rilievo consente di delimitare il campo dell'indagine. Oggetto della discussione non è la decisione algoritmica in sé considerata. Sulla banca non grava un obbligo di concedere credito neppure a fronte di una valutazione positiva del merito²⁵. La scelta sulla concessione dei finanziamenti è infatti scelta insindacabile che attiene al profilo organizzativo dell'impresa²⁶. Insindacabile purché però tale scelta sia

Cost. «rispetto a questa norma e al valore da essa dedotto, tale attività è poi (...) in senso stretto funzionalizzata per il tramite dell'art. 21 TUF e, per ciò stesso, costituisce il parametro sulla base del quale è valutabile il corretto esercizio del corrispondente potere discrezionale».

Sui fondamenti diversificati dell'autonomia negoziale in relazione agli interessi e ai valori da realizzare v. P. PERLINGIERI, *Il diritto civile nella legalità costituzionale secondo il sistema italo-comunitario delle fonti*, Napoli, 2006, 326 ss.

²⁵ Anche a fronte della valutazione positiva del merito di credito sulla banca non grava un obbligo di concessione del finanziamento v. in proposito M.M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.*, 2021, 687; M.M. SEMERARO, A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in *Contratti bancari*, E. CAPOBIANCO (a cura di), 2021, 1847 ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 351 ss.; ID, *Accesso al credito e valutazione del merito creditizio*, in *Arbitro Bancario Finanziario*, G. CONTE (a cura di), Milano, 2021, 211; per una posizione che ritiene che la valutazione del merito di credito non abbia nulla a che fare con l'eventuale esistenza di un diritto al credito v. A.A. DOLMETTA, *Valutazione del merito creditizio e diligenza del finanziatore*, in *Fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2022, 1578; ritiene, invece, sussistente un diritto al credito F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. civ.*, 2015, 569 ss.

²⁶ Anche l'orientamento dell'Arbitro bancario e finanziario è unanime nel riconoscere l'insindacabilità della decisione della banca di concedere o meno finanziamenti, fermo l'assolvimento degli obblighi precontrattuali di buona fede e correttezza, cfr. *ex multis* ABF Roma, decisione 7629, 13 maggio 2022, in www.arbitrobancariofinanziario.it.

la diretta conseguenza del corretto esercizio del potere discrezionale. Per questa ragione non è oggetto di discussione la decisione a sé stante.

Neppure è oggetto di discussione l'eventuale sussistenza di un obbligo della banca di astensione dall'erogazione del finanziamento in ipotesi di valutazione non sufficiente²⁷. Tale questione, infatti, investe sempre il momento della decisione finale; dunque, riguarda un altro piano e presuppone in ogni caso la correttezza della valutazione del merito di credito. In definitiva, la deliberazione finale, essendo l'ultimo atto di un procedimento più complesso il cui cuore è la valutazione della

²⁷ L'esistenza o meno di un obbligo di astensione è stata discussa. L'Arbitro bancario e finanziario tendeva a escludere la sussistenza di un obbligo di tal tipo sostenendo che la verifica del merito creditizio non può includere una generica responsabilità della banca per il sovraindebitamento del cliente, né un obbligo in capo all'intermediario di impedire tale evento, sul punto cfr. ABF Milano, decisione 25023, 2021 e ABF Roma, decisione 6585, 27 aprile 2022, ove è affermata l'inesistenza nell'ordinamento di una norma, a tutela del cliente, che imponga all'intermediario di evitare il sovraindebitamento di questi. In particolare, ritiene l'Arbitro che «una responsabilità del finanziatore per l'erogazione di credito irresponsabile può sussistere soltanto in ipotesi di lapalissiana violazione del dovere di buona fede nella fase di formazione del contratto di finanziamento e che spetta al ricorrente fornire "elementi che dimostrino tale lapalissiana violazione del dovere di buona fede ed il nesso causale tra l'erogazione di un finanziamento asseritamente irresponsabile e i danni patiti"», in merito v. anche ABF Napoli, decisione 1067, 2018. Diversamente, v. in particolare M.M. SEMERARO, A. TUCCI, *op. cit.*, 1846 ss.. In argomento v. anche R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, cit., 354 ss., secondo il quale in caso di esito negativo della valutazione relativa al merito di credito la banca non può erogare il finanziamento; «ciò non soltanto per ragioni collocate sul piano della sua gestione sana e prudente ma anche in ragione della profilabilità di una funzione di tutela dell'interesse dei clienti, rappresentabile in analogia con la disposizione dell'art. 21 TUF». v. anche F. QUARTA, *Prevenzione di pratiche irresponsabili nel credito ai consumatori. La Corte di Giustizia tiene il punto sulla nullità del contratto e rilancia*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, 2024, 1 ss. La recente direttiva 2023/2225/UE relativa ai contratti di credito ai consumatori sembra contenere un obbligo di astensione dalla concessione del finanziamento qualora il merito di credito del consumatore non mostri che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti. Segnatamente prevede l'art. 18, par. 6, che «Gli Stati membri assicurano che il creditore eroghi il credito al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto in questione, tenendo conto dei fattori pertinenti di cui al paragrafo 1».

posizione del cliente, necessita di poggiare sulla correttezza di questa valutazione. Pertanto, oggetto di discussione è ciò che conduce alla decisione, ciò che sta prima di essa e la determina. Oggetto di discussione è dunque il momento dell'esercizio del potere discrezionale.

Se infatti il cliente non può vantare, ad esempio, un diritto al credito, in quanto - lo si ribadisce - la banca non è tenuta a erogare finanziamenti anche a fronte di un merito creditizio positivo, può vantare, invece, il diritto a che la valutazione del merito di credito sia svolta correttamente e dunque la decisione finale sia il frutto di un apprezzamento esatto e oggettivo della sua posizione. Sia il frutto in definitiva del corretto esercizio del potere.

In questa prospettiva, dunque, non si tratta di sindacare la scelta della banca. Si tratta invece di controllare che la modalità di esercizio del potere discrezionale, racchiusa nel processo deliberativo, non abbia travalicato o disatteso i limiti posti dalle regole in materia e che, allo stesso tempo, non abbia tradito o sviato la sua funzione.

Su queste basi si innesta il problema relativo alla opacità dei sistemi di valutazione del merito di credito. In particolare, il controllo relativo alla modalità di esercizio del potere, tradizionalmente garantito dalla motivazione delle scelte effettuate, è possibile solo ove siano esplicite e chiare le ragioni che hanno condotto alla determinazione finale.

È in questo contesto che l'utilizzo di sistemi algoritmici per la valutazione del merito di credito laddove non consentissero di risalire alle ragioni che hanno determinato la valutazione, non sarebbero sufficienti a dimostrare la correttezza del procedimento eseguito e dunque la sua esattezza. In questa prospettiva, solo la trasparenza del procedimento decisionale condotto dal sistema automatizzato garantisce la controllabilità della modalità di esercizio del potere discrezionale.

4. Credit scoring e tutela del consumatore nella direttiva 2023/2225/UE

Si è detto che la mancanza di comprensibilità del processo decisionale operato dalla macchina rischia di avere un impatto significativo sul controllo dell'esercizio del potere discrezionale della banca, sicché sembra opportuno chiedersi se di sistemi di questo tipo ne sia consentito l'utilizzo.

Il discorso non può che prendere le mosse dai recenti interventi normativi in materia: il Regolamento europeo 2024/1968 sulla intelligenza artificiale (AI Act) e la direttiva europea 2023/2225 relativa ai contratti di credito ai consumatori, i quali, pur intervenendo su piano diversi, forniscono alcune importanti indicazioni. Il primo introduce disposizioni dirette alla regolazione del mercato. Segnatamente, introduce una serie di misure dirette a limitare i rischi connessi all'uso di AI introducendo, per alcuni sistemi, obblighi di trasparenza. Il secondo impatta sul rapporto tra banca e cliente fornendo strumenti di tutela a favore del consumatore il cui merito di credito sia calcolato tramite procedure automatizzate.

Cominciamo dalla direttiva sul credito ai consumatori.

Una premessa: sebbene la direttiva non operi distinzioni tra sistemi che fanno uso di modelli di AI e sistemi che, invece, non utilizzano tali modelli è bene chiarire subito che sono i *software* caratterizzati dall'intelligenza artificiale a destare le maggiori preoccupazioni, in quanto è in essi che spesso non è agevole comprendere il processo decisionale che ha condotto all'ottenimento del risultato. Si è detto infatti che tali sistemi sono spesso intrisi di opacità, per cui né gli sviluppatori né gli utilizzatori sono capaci di comprendere pienamente quali siano state le interazioni e i processi che hanno condotto alla decisione²⁸. Nella c.d. *black box*, ad esempio, la mancanza di comprensibilità del procedimento eseguito dalla macchina dipende dall'utilizzo di un certo modello funzionale. Il *software*, per la mole di dati lavorati e per le connessioni individuate tra essi, potrebbe non esplicitare l'iter decisionale eseguito, con la conseguenza che il prodotto ottenuto potrebbe non essere a sua volta giustificabile.

In altre parole, se per i sistemi automatizzati tradizionali non dovrebbero esserci particolari problemi rispetto alla comprensibilità del risultato ottenuto dalla macchina né dei dati adoperati per giungervi,

²⁸ L. AMMANNATI, G. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, cit., 473, «l'assenza di trasparenza è una caratteristica intrinseca degli algoritmi di ML che durante il processo di apprendimento producono nuovi insiemi di regole così che anche per gli sviluppatori diventa difficile comprendere in dettaglio il motivo di alcune modifiche». Secondo gli autori, tuttavia, «questo non si traduce necessariamente in risultati opachi in quanto proprio gli sviluppatori, pur non comprendendo ogni passaggio logico, possono regolare i parametri che strutturano il processo di addestramento per verificare vari output».

diverso è il caso relativo ai sistemi che fanno uso di AI e, specialmente, di modelli di *machine learning* o *deep learning*²⁹.

Ciò detto, la direttiva in discorso sembra intervenire su due fronti. Il primo inerente alla qualità dei dati che possono essere utilizzati ai fini della valutazione del merito creditizio; il secondo inerente agli strumenti di tutela azionabili allorquando tale valutazione sia effettuata mediante il trattamento automatizzato dei dati, a prescindere dall'uso o meno di un modello di intelligenza artificiale.

Con riferimento alla qualità delle informazioni oggetto di valutazione, la direttiva, oltre a ribadire che la valutazione del merito creditizio dovrebbe basarsi su notizie necessarie, proporzionate, pertinenti, complete e accurate, riguardanti la situazione economico finanziaria del richiedente, prevede che non possano essere presi in considerazione, ai fini del calcolo del merito di credito, i dati provenienti dai *social network*³⁰. Specifica inoltre all'art. 18, par. 3, che

²⁹ Il *machine learning* indica un sistema in grado di auto apprendere grazie all'esperienza e all'analisi dei dati. Il *deep learning*, invece, indica un sistema che utilizza reti neurali artificiale e che dunque simula il funzionamento del cervello umano.

³⁰ Cfr. Direttiva 2023/2225/UE considerando 55 «La valutazione del merito creditizio dovrebbe basarsi sulle informazioni riguardanti la situazione economico-finanziaria. Tali informazioni dovrebbero essere necessarie e proporzionate rispetto alla natura, alla durata, al valore e ai rischi del credito per il consumatore, in linea con il principio di minimizzazione dei dati di cui al regolamento (UE) 2016/679, e dovrebbero essere pertinenti, complete e accurate. Esse dovrebbero includere almeno il reddito e le spese del consumatore, anche tenendo adeguatamente conto degli attuali obblighi del consumatore, tra cui le spese di sostentamento di quest'ultimo e della sua famiglia, nonché le sue passività finanziarie. Tali informazioni non dovrebbero includere categorie particolari di dati personali di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679, come i dati relativi alla salute, compresi i dati sui tumori, né le informazioni ottenute dai social network. Gli Orientamenti dell'Autorità bancaria europea del 29 maggio 2020 in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti indicano quali categorie di dati possano essere utilizzate per il trattamento dei dati personali ai fini della valutazione del merito creditizio, compresi i documenti giustificativi del reddito o di altre fonti di rimborso e le informazioni sulle attività e passività finanziarie o su altri impegni finanziari. Per facilitare la valutazione, i consumatori dovrebbero fornire informazioni sulla loro situazione economico-finanziaria. Il credito dovrebbe essere erogato al consumatore solo quando i risultati della valutazione del merito creditizio indicano che gli obblighi derivanti dal contratto di credito saranno verosimilmente adempiuti secondo le modalità prescritte dal contratto. Nel valutare la capacità del consumatore di adempiere agli obblighi stabiliti

i *social network* non possono neppure essere considerati fonti esterne dalle quali consultare i dati.

Le regole richiamate sembrano condurre a ritenere che le tracce informatiche ricavabili dall'uso delle piattaforme di comunicazione non possano essere in alcun modo adoperate ai fini del calcolo³¹. Ebbene, seppure i *soft data* rappresentino una categoria più ampia rispetto alle informazioni provenienti dalle sole piattaforme social, sicuramente si effettua un passo avanti rispetto alla selezione delle informazioni valutabili ai fini della previsione di solvibilità del richiedente il prestito.

Con riferimento alla disciplina relativa al trattamento automatizzato dei dati per la valutazione del merito di credito³² la direttiva introduce il diritto del cliente: i) di ottenere una spiegazione significativa della valutazione effettuata (e quindi dell'*output* della macchina); ii) di esprimere la propria opinione in proposito e di contestare la valutazione (e quindi il risultato offerto dalla macchina); iii) di chiedere e ottenere un riesame della valutazione e della decisione.

Il quadro offerto prevede dunque una serie di diritti di cui è titolare il consumatore ai quali corrispondono obblighi a carico della banca che paiono andare proprio nella direzione tracciata precedentemente³³, imponendo a quest'ultima di rendere note le ragioni alla base della

dal contratto di credito, il creditore dovrebbe tenere conto dei fattori pertinenti e delle circostanze specifiche, ad esempio, ma non solo, nel caso di credito concesso conformemente alla presente direttiva per finanziare gli studi o per coprire spese sanitarie eccezionali, l'esistenza di prove sufficienti del fatto che tale credito comporterà redditi futuri per il consumatore, o l'esistenza di garanzie reali o di altre forme di garanzia che il consumatore potrebbe fornire per garantire il credito».

³¹ Sul punto ritiene F. TRAPANI, *La nuova direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo: note in tema di educazione finanziaria, merito di credito e servizi di consulenza sul debito*, in *Nuove leggi civili commentate*, 3, 2024, 779, che con riferimento all'uso di dati alternativi, con specifico riferimento a quelli provenienti dai social network, per la valutazione del merito di credito la direttiva non sia particolarmente chiara permanendo un velo di incertezza sulla possibilità per gli intermediari di adoperare tali dati. L'A. sostiene che la mancanza di un divieto all'uso dei dati provenienti dai social network potrebbe dipendere dalla possibilità che vi sia stato un esplicito consenso al loro utilizzo. In altre parole, la non assolutezza della preclusione sarebbe spiegabile in quanto alla non utilizzabilità generale dei dati provenienti dai social si affiancherebbe una possibilità di utilizzo fondata su un esplicito consenso dell'interessato.

³² Cfr. art. 18, par. 8, direttiva 2023/2225/UE

³³ V. *retro* § 3.

valutazione. Segnatamente la direttiva sembra garantire che la valutazione del merito di credito sia l'esito di un procedimento chiaro, comprensibile e verificabile. A questo riguardo, va detto in prima battuta che la decifrabilità della valutazione, a prescindere dal diniego o meno del finanziamento, è assicurata dalla chiara rappresentabilità del processo decisionale eseguito dalla macchina. Ciò significa che l'adempimento dell'obbligo di fornire spiegazioni chiare e comprensibili della valutazione effettuata presuppone che il *software* fornisca le informazioni necessarie a ripercorrere il menzionato processo.

Nell'architettura complessiva della Direttiva un ruolo centrale ai fini delle tutele del cliente riveste l'obbligo di fornire spiegazioni, strumentale a rendere trasparente la decisione assunta e controllabile l'esercizio del potere discrezionale della banca. Pertanto, qualora il *software* utilizzato non consenta di comprendere il processo decisionale eseguito, nonché il peso che ciascun singolo dato assume ai fini della decisione e la banca non sia in grado di documentare l'*iter* che conduce alla valutazione, strada obbligata è la rivalutazione. A questo riguardo, sembra che la *ratio* sottesa alla disciplina di derivazione comunitaria induca a prediligere una interpretazione del dato positivo che escluda la possibilità di fare ricorso agli stessi sistemi automatizzati il cui uso è stato in precedenza contestato dal cliente. Considerato che la disposizione fa riferimento genericamente a detti sistemi e richiede espressamente l'intervento umano, sembra contraddittorio ammettere che la nuova valutazione sia effettuata attraverso il ricorso a *software*. In sintesi: il processo decisionale che conduce alla valutazione del merito di credito, a prescindere dal mezzo con il quale tale valutazione è condotta, deve essere esplicito. Tutto ciò si traduce nella verificabilità delle ragioni poste a fondamento della decisione ed eventualmente nella giustiziabilità di quest'ultima. Si tratta, esattamente come sopra rilevato, della possibilità di controllare le modalità di esercizio del potere discrezionale tramite la trasparenza dei processi decisionali.

La controllabilità, dunque, passa o per l'esplicazione del processo algoritmico che ha condotto al risultato o per la rivalutazione della posizione non effettuata mediante strumenti algoritmici; in entrambe le ipotesi l'interesse al corretto esercizio del potere discrezionale è garantito dalla trasparenza e dalla intellegibilità delle ragioni che hanno

determinato la valutazione che è a fondamento della decisione sulla concessione del credito.

La risposta alla domanda iniziale, con precipuo riferimento alla direttiva in discorso, è dunque no, la direttiva di per sé non vieta l'utilizzo di *software* caratterizzati dalla c.d. *black box*; tuttavia, mira a rendere, in ogni caso, spiegabile il processo decisionale sul quale si fonda la decisione finale, consentendo, in tal modo, di accertare che l'agire discrezionale sia in linea con la sua funzione e sia altresì conforme a regole, principi e valori dell'ordinamento³⁴. Nondimeno, un divieto di utilizzo di alcune tecnologie caratterizzate da *black box* lo si può forse ricavare dalla disciplina introdotta dal Regolamento AI, la quale stabilisce, tra l'altro, i requisiti minimi affinché un sistema di intelligenza artificiale ad alto rischio possa essere immesso sul mercato europeo.

5. Regolamento 2024/1968/UE (AI Act) e credit scoring: verso un divieto della black box?

L'Europa, prima tra tutti gli altri Paesi³⁵, si è di recente dotata di una disciplina dei sistemi di intelligenza artificiale³⁶, emanando il Regolamento UE 2024/1968 (AI Act). Le norme regolano l'accesso e la commercializzazione delle tecnologie di AI all'interno dell'Unione, l'obiettivo è garantire lo sviluppo e l'impiego responsabile di tali sistemi, stabilendo obblighi per fornitori e operatori. Il piano di rilevanza è dunque quello della regolazione del mercato.

³⁴ Consentono di appurare, ad esempio, che ragioni immeritevoli possano influire sul risultato e dunque sulla concessione del finanziamento o sulle condizioni applicate.

³⁵ L'Europa, per quanto concerne l'intelligenza artificiale, ha intrapreso la strada della regolazione. Diversamente negli Stati Uniti domina il principio di autoregolazione in favore della innovazione; in Cina, invece, l'approccio è ancora differente essendo ritenuto essenziale il controllo anche politico e culturale, sul punto v. A. GENTILI, *Regole per l'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 4, 2024, 1043 ss.

³⁶ Secondo A. GENTILI, *op. cit.*, 1044 ss., «una regolamentazione dell'intelligenza artificiale può avere due scopi: prevenzione dei danni e disciplina degli atti, leciti e illeciti. Oggetto del primo è neutralizzare i rischi; del secondo allocare i diritti e le responsabilità nascenti dall'attività tramite sistemi esperti.» Il Regolamento AI, secondo l'Autore, si ispirerebbe al primo degli scopi individuati.

L'approccio adottato è basato sul rischio, al crescere del quale le misure divengono sempre più stringenti fino a vietare l'utilizzo delle tecnologie che implicano un rischio considerato inaccettabile³⁷.

³⁷ A norma del Regolamento 2024/1689/UE sono vietate, in quanto espongono a un rischio inaccettabile, le seguenti pratiche «a) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di un sistema di IA che utilizza tecniche subliminali che agiscono senza che una persona ne sia consapevole o tecniche volutamente manipolative o ingannevoli aventi lo scopo o l'effetto di distorcere materialmente il comportamento di una persona o di un gruppo di persone, pregiudicando in modo considerevole la loro capacità di prendere una decisione informata, inducendole pertanto a prendere una decisione che non avrebbero altrimenti preso, in un modo che provochi o possa ragionevolmente provocare a tale persona, a un'altra persona o a un gruppo di persone un danno significativo; b) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di un sistema di IA che sfrutta le vulnerabilità di una persona fisica o di uno specifico gruppo di persone, dovute all'età, alla disabilità o a una specifica situazione sociale o economica, con l'obiettivo o l'effetto di distorcere materialmente il comportamento di tale persona o di una persona che appartiene a tale gruppo in un modo che provochi o possa ragionevolmente provocare a tale persona o a un'altra persona un danno significativo; c) l'immissione sul mercato, la messa in servizio o l'uso di sistemi di IA per la valutazione o la classificazione delle persone fisiche o di gruppi di persone per un determinato periodo di tempo sulla base del loro comportamento sociale o di caratteristiche personali o della personalità note, inferite o previste, in cui il punteggio sociale così ottenuto comporti il verificarsi di uno o di entrambi gli scenari seguenti: i) un trattamento pregiudizievole o sfavorevole di determinate persone fisiche o di gruppi di persone in contesti sociali che non sono collegati ai contesti in cui i dati sono stati originariamente generati o raccolti; ii) un trattamento pregiudizievole o sfavorevole di determinate persone fisiche o di gruppi di persone che sia ingiustificato o sproporzionato rispetto al loro comportamento sociale o alla sua gravità; d) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di un sistema di IA per effettuare valutazioni del rischio relative a persone fisiche al fine di valutare o prevedere il rischio che una persona fisica commetta un reato, unicamente sulla base della profilazione di una persona fisica o della valutazione dei tratti e delle caratteristiche della personalità; tale divieto non si applica ai sistemi di IA utilizzati a sostegno della valutazione umana del coinvolgimento di una persona in un'attività criminosa, che si basa già su fatti oggettivi e verificabili direttamente connessi a un'attività criminosa; e) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di IA che creano o ampliano le banche dati di riconoscimento facciale mediante scraping non mirato di immagini facciali da internet o da filmati di telecamere a circuito chiuso; f) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di IA per inferire le emozioni di una persona fisica nell'ambito del luogo di lavoro e degli istituti di istruzione, tranne laddove l'uso del sistema di IA sia destinato a essere messo in funzione o immesso sul mercato per motivi medici o di sicurezza; g) l'immissione sul mercato, la messa in servizio per tale finalità specifica o l'uso di sistemi di categorizzazione biometrica che

Il *credit scoring* relativo alle persone fisiche è incluso tra i sistemi ad alto rischio in quanto da esso dipende l'accesso dell'interessato alle risorse finanziarie o ai servizi essenziali (quali, ad esempio, l'alloggio, l'energia elettrica e i servizi di telecomunicazione³⁸); ciò si traduce in un impatto di queste tecnologie su interessi fondamentali. La classe di rischio è determinata pure dalla circostanza per la quale tramite queste tecnologie si potrebbero perpetuare, anche involontariamente, dinamiche discriminatorie, escludendo dall'accesso al credito alcuni soggetti per ragioni basate su dati sensibili.

L'inclusione di tale sistema in quelli ad alto rischio fa sì che si applichino una serie di misure stringenti per la relativa messa in commercio o in servizio. In particolare, il Regolamento prevede che i sistemi ad alto rischio debbano essere sviluppati, nell'ottica della finalità perseguita, sulla base di set di dati per l'addestramento, la

classificano individualmente le persone fisiche sulla base dei loro dati biometrici per trarre deduzioni o inferenze in merito a razza, opinioni politiche, appartenenza sindacale, convinzioni religiose o filosofiche, vita sessuale o orientamento sessuale; tale divieto non riguarda l'etichettatura o il filtraggio di set di dati biometrici acquisiti legalmente, come le immagini, sulla base di dati biometrici o della categorizzazione di dati biometrici nel settore delle attività di contrasto; h) l'uso di sistemi di identificazione biometrica remota «in tempo reale» in spazi accessibili al pubblico a fini di attività di contrasto a meno che, e nella misura in cui, tale uso sia strettamente necessario per uno degli obiettivi seguenti: i) la ricerca mirata di specifiche vittime di sottrazione, tratta di esseri umani o sfruttamento sessuale di esseri umani, nonché la ricerca di persone scomparse; ii) la prevenzione di una minaccia specifica, sostanziale e imminente per la vita o l'incolumità fisica delle persone fisiche o di una minaccia reale e attuale o reale e prevedibile di un attacco terroristico; iii) la localizzazione o l'identificazione di una persona sospettata di aver commesso un reato, ai fini dello svolgimento di un'indagine penale, o dell'esercizio di un'azione penale o dell'esecuzione di una sanzione penale per i reati di cui all'allegato II, punibile nello Stato membro interessato con una pena o una misura di sicurezza privativa della libertà della durata massima di almeno quattro anni».

³⁸Cfr. Regolamento 2024/1689/UE, considerando 58, «[...] È inoltre opportuno classificare i sistemi di IA utilizzati per valutare il merito di credito o l'affidabilità creditizia delle persone fisiche come sistemi di IA ad alto rischio, in quanto determinano l'accesso di tali persone alle risorse finanziarie o a servizi essenziali quali l'alloggio, l'elettricità e i servizi di telecomunicazione. I sistemi di IA utilizzati a tali fini possono portare alla discriminazione fra persone o gruppi e possono perpetuare modelli storici di discriminazione, come quella basata sull'origine razziale o etnica, sul genere, sulle disabilità, sull'età o sull'orientamento sessuale, o possono dar vita a nuove forme di impatti discriminatori».

convalida e la prova, che siano pertinenti, sufficientemente rappresentativi e, per quanto possibile, esenti da errori, nonché completi. Prevede ancora che per ogni sistema di tal tipo sia predisposto un modello di gestione del rischio che consenta: i) l'identificazione e l'analisi dei rischi noti e ragionevolmente prevedibili che il sistema può porre per la salute, la sicurezza e i diritti fondamentali quando è usato conformemente alle sue finalità e, in relazione ai rischi così individuati, l'adozione di misure opportune e mirate intese ad affrontarli; ii) la stima e la valutazione dei rischi quando il sistema è usato conformemente alle sue finalità ma in condizioni di uso improprio seppure ragionevolmente prevedibile; iii) la valutazione di altri eventuali rischi derivanti dall'analisi dei dati raccolti dal sistema di monitoraggio successivo all'immissione sul mercato.

Le AI ad alto rischio devono altresì essere dotate di un sistema di tracciabilità del loro funzionamento di modo che vi sia la registrazione automatica degli eventi per tutto il ciclo di vita del sistema stesso.

Tutte previsioni queste che sembrano consentire di limitare a monte il più possibile gli errori e le inefficienze dei sistemi AI ad alto rischio³⁹. Ad esempio, la disciplina che impone una certa qualità dei dati per l'addestramento, la convalida e la prova di detti sistemi sembra evitare che dati «spazzatura» o non pertinenti possano influenzare l'andamento e, quindi, a valle gli *output* del *software*. Allo stesso modo la catalogazione dei possibili rischi derivanti dall'uso di questi strumenti pare essere funzionale a prevenirne la verifica rispetto alla messa in commercio o in servizio del *software*.

Il Regolamento – oltre a prevedere obblighi che impattano sul corretto procedimento effettuato dalla macchina e mirano a contenere il rischio di errore o di malfunzionamento – introduce misure volte a rendere comprensibile il processo decisionale da essa effettuato. Stabilisce infatti che tutti i sistemi ad alto rischio siano sviluppati e progettati in modo da garantire la trasparenza del funzionamento e la comprensibilità dell'*output* da parte dell'utilizzatore, cosicché questi

³⁹ Ritene E. CAPOBIANCO, *op. cit.*, 1011 che «Il Regolamento muove nella giusta direzione [...] ammettendo la possibilità di ricorrere a sistemi di intelligenza artificiale per la valutazione del merito creditizio ma nel rispetto di significativi requisiti obbligatori e previa valutazione *ex ante* della conformità, così da ridurre al minimo il rischio di decisioni errate o distorte, in una prospettiva dichiaratamente antropocentrica improntata alla tutela dei diritti fondamentali».

possa interpretarlo e utilizzarlo adeguatamente⁴⁰. In particolare, la classificazione del sistema ad alto rischio impone il rispetto di specifici obblighi di progettazione e sviluppo tesi a garantire la trasparenza dei processi decisionali e dunque idonei a consentire all'utilizzatore l'interpretazione dell'*output* e, di conseguenza, il suo adeguato utilizzo. Ciò sembra funzionale anche a quanto previsto dall'art. 86 dello stesso Regolamento, il quale introduce a favore dell'interessato – nell'ipotesi in cui non sia altrimenti previsto dal diritto dell'Unione⁴¹ – il diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali⁴².

Il bilanciamento tra necessità di non disincentivare il progresso tecnologico (né limitare troppo l'uso di *software* che utilizzano modelli di AI) e garanzia di un alto livello di tutela passa anche in questa sede per la trasparenza. Passa cioè per la comprensibilità dei processi decisionali tutte le volte in cui l'impatto della decisione algoritmica investe un interesse fondamentale.

Nel quadro regolatorio introdotto dall'AI Act la trasparenza dei sistemi algoritmici sembra avere dunque una doppia declinazione⁴³, che si dipana nella intellegibilità del processo decisionale in favore sia dell'utilizzatore sia del soggetto la cui sfera giuridica può essere interessata da una vicenda conseguenza di una decisione algoritmica. Segnatamente fa riferimento alla prima declinazione la previsione che obbliga a sviluppare e progettare i sistemi ad alto rischio in modo da garantire in favore dell'utilizzatore – con specifico riferimento alla

⁴⁰ Cfr. art. 13 Regolamento 1689/2024/UE.

⁴¹ L'art. 86, Regolamento 1689/2024/UE, prevede che «Qualsiasi persona interessata oggetto di una decisione adottata dal deployer sulla base dell'output di un sistema di IA ad alto rischio elencato nell'allegato III, ad eccezione dei sistemi elencati al punto 2 dello stesso, e che produca effetti giuridici o in modo analogo incida significativamente su tale persona in un modo che essa ritenga avere un impatto negativo sulla sua salute, sulla sua sicurezza o sui suoi diritti fondamentali ha il diritto di ottenere dal deployer spiegazioni chiare e significative sul ruolo del sistema di IA nella procedura decisionale e sui principali elementi della decisione adottata. 2. Il paragrafo 1 non si applica all'uso di sistemi di IA per i quali sono previste eccezioni o limitazioni all'obbligo stabilito in tale paragrafo in virtù del diritto dell'Unione o del diritto nazionale, in linea con il diritto dell'Unione. 3. Il presente articolo si applica solo nella misura in cui il diritto di cui al paragrafo 1 non sia altrimenti previsto dal diritto dell'Unione»

⁴² Cfr. art. 86 Regolamento 1689/2024/UE.

⁴³ Ritiene coniugabile il tema della *explainability* dell'algoritmo in due accezioni: quella del consumatore e quella dell'operatore A. DAVOLA, *op. cit.*, 187 ss.

valutazione del merito di credito, la banca – la trasparenza del funzionamento e la comprensibilità del risultato ottenuto dalla macchina ai fini del corretto utilizzo del risultato stesso. Fa riferimento alla seconda declinazione esattamente la previsione dell'art. 86 del Regolamento, la quale introduce il diritto alla spiegazione dei singoli processi decisionali in favore della persona destinataria degli effetti della decisione algoritmica o che, in modo analogo, subisca l'incidenza negativa dell'*output* della macchina nella sfera della sua salute, della sua sicurezza, o dei suoi diritti fondamentali.

Le previsioni in discorso, come detto, mirano a regolare il mercato⁴⁴. In particolare, quelle attinenti agli obblighi di progettazione e sviluppo

⁴⁴ L'art. 26 del Regolamento 1689/2024/UE prevede, inoltre, obblighi a carico del deployer. Segnatamente «I deployer di sistemi di IA ad alto rischio adottano idonee misure tecniche e organizzative per garantire di utilizzare tali sistemi conformemente alle istruzioni per l'uso che accompagnano i sistemi, a norma dei paragrafi 3 e 6. 2. I deployer affidano la sorveglianza umana a persone fisiche che dispongono della competenza, della formazione e dell'autorità necessarie nonché del sostegno necessario. 3. Gli obblighi di cui ai paragrafi 1 e 2 lasciano impregiudicati gli altri obblighi dei deployer previsti dal diritto dell'Unione o nazionale e la libertà del deployer di organizzare le proprie risorse e attività al fine di attuare le misure di sorveglianza umana indicate dal fornitore. 4. Fatti salvi i paragrafi 1 e 2, nella misura in cui esercita il controllo sui dati di input, il deployer garantisce che tali dati di input siano pertinenti e sufficientemente rappresentativi alla luce della finalità prevista del sistema di IA ad alto rischio. 5. I deployer monitorano il funzionamento del sistema di IA ad alto rischio sulla base delle istruzioni per l'uso e, se del caso, informano i fornitori a tale riguardo conformemente all'articolo 72. Qualora abbiano motivo di ritenere che l'uso del sistema di IA ad alto rischio in conformità delle istruzioni possa comportare che il sistema di IA presenti un rischio ai sensi dell'articolo 79, paragrafo 1, i deployer ne informano, senza indebito ritardo, il fornitore o il distributore e la pertinente autorità di vigilanza del mercato e sospendono l'uso di tale sistema. Qualora abbiano individuato un incidente grave, i deployer ne informano immediatamente anche il fornitore, in primo luogo, e successivamente l'importatore o il distributore e le pertinenti autorità di vigilanza del mercato. Nel caso in cui il deployer non sia in grado di raggiungere il fornitore, si applica mutatis mutandis l'articolo 73. Tale obbligo non riguarda i dati operativi sensibili dei deployer dei sistemi di IA che sono autorità di contrasto. Per i deployer che sono istituti finanziari soggetti a requisiti in materia di governance, di dispositivi o di processi interni stabiliti a norma del diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari, l'obbligo di monitoraggio di cui al primo comma si considera soddisfatto se sono soddisfatte le regole sui dispositivi, sui processi e sui meccanismi di governance interna a norma del pertinente diritto in materia di servizi finanziari. 6. I deployer di sistemi di IA ad alto rischio conservano i log generati automaticamente da tale sistema di IA ad alto rischio, nella misura in

tendono a imporre blocchi all'ingresso sul mercato di *software* qualificati ad alto rischio che non rispecchino le caratteristiche prescritte. Nella prospettiva segnata dal Regolamento AI l'utilizzo di sistemi "opachi" di *credit scoring* dovrebbe essere, pertanto, eliso in radice. Infatti, il regolamento, classificando tali sistemi ad alto rischio, non consente di immettere sul mercato e commercializzare *software* che forniscono *output* oscuri o inspiegabili⁴⁵. Tra questi, sembrano annoverabili proprio le c.dd. *black box*.

6. Rilievi conclusivi: trasparenza dei processi decisionali algoritmici e macchina come strumento di supporto all'attività decisionale umana

Il Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e la Direttiva sul credito ai consumatori paiono andare nella stessa direzione, quella cioè di promuovere la trasparenza algoritmica. Da un lato, il Regolamento AI, sul piano della regolazione, non consente l'utilizzo di sistemi opachi finalizzati alla valutazione del merito di credito: l'ingresso sul mercato di modelli di intelligenza artificiale ad alto rischio è possibile solo nel rispetto degli di trasparenza introdotti. Dall'altro, la direttiva sul credito ai consumatori dà rilievo centrale nell'ambito del rapporto banca - cliente alla trasparenza del processo decisionale in favore del consumatore, delineando un insieme di tutele che obbligano il primo a fornire spiegazioni circa la valutazione effettuata e, se del caso, a rieffettuarla.

cui tali log sono sotto il loro controllo, per un periodo adeguato alla prevista finalità del sistema di IA ad alto rischio, di almeno sei mesi, salvo diversamente disposto dal diritto dell'Unione o nazionale applicabile, in particolare dal diritto dell'Unione in materia di protezione dei dati personali. I deployer che sono istituti finanziari soggetti a requisiti in materia di governance, di dispositivi o di processi interni stabiliti a norma del diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari conservano i log come parte della documentazione conservata a norma del pertinente diritto dell'Unione in materia di servizi finanziari (...)».

⁴⁵ Secondo, P. GAGGERO, C.A. VALENZA, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e AI Act*, cit., 857, le regole dettate in materia di credit scoring dal Regolamento europeo sulla intelligenza artificiale e dalla Direttiva sul credito ai consumatori dovrebbero non lasciare spazio ai sistemi caratterizzati dalla c.d. *black box*.

Fermato il rilievo assunto dalla trasparenza nella prospettiva sia della regolazione sia della tutela nel rapporto, l'approccio seguito dal legislatore europeo consente almeno due osservazioni.

La prima riguarda il potere di autonomia esercitato mediante *software* decisionali. Laddove, l'esercizio del potere negoziale non sia libero ma funzionalizzato o, comunque, involga interessi fondamentali normativamente protetti e non disponibili per le parti, l'utilizzo dei moderni processi decisionali automatizzati è sì consentito purché però resti controllabile la modalità di esercizio del potere medesimo. Con specifico riferimento alla fase di valutazione del merito di credito, ad esempio, che è fase nella quale la banca è in effetti titolare di un potere discrezionale e non libero, la corretta modalità di esercizio di tale potere tramite l'utilizzo di sistemi decisionali automatizzati passa per la trasparenza del processo deliberativo.

Il secondo rilievo riguarda l'incidenza diretta delle decisioni algoritmiche sui rapporti negoziali e sembra segnare il ritorno della macchina a mero strumento di ausilio alle decisioni umane. Il quadro appena delineato pare inserirsi infatti nel solco di un approccio *human in the loop*, nel quale la tecnologia è relegata a mero strumento di supporto all'attività umana, con il conseguente ridimensionamento dell'influenza delle decisioni algoritmiche sul processo decisionale della persona a vantaggio di una crescente tutela del destinatario della decisione. Tornando alla valutazione del merito di credito, ciò sembra avvalorato anche dalla possibilità di esercitare il diritto di ottenere una rivalutazione a seguito della contestazione da parte del cliente della decisione adottata tramite il *software*; svincolata, com'è, tale richiesta dal riscontro di un errore o un malfunzionamento del processo decisionale automatizzato. La possibilità di chiedere sempre l'intervento umano a seguito dell'utilizzo di *software* induce a reputare che la macchina resti pur sempre uno strumento di ausilio dell'agire umano, con conseguente ridimensionamento del relativo impatto sulla vicenda negoziale.