

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

LUGLIO / SETTEMBRE

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, ANTONIO DAVOLA, ANGELA
GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA
SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO,
UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, 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

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

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

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

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

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

FEDERICO RUSSO, Contributo allo studio delle fonti del “processo” dinnanzi all’arbitro bancario finanziario.	341
BIANCAMARIA RAGANELLI, Crisi, sostenibilità sociale e <i>debt advice</i>	371
MARCO MIGALDI, La responsabilità nella gestione dei registri DLT per strumenti finanziari digitali: tra decentralizzazione e accentrimento	399
UMBERTO MORERA, La banca nella “percezione” della clientela. Elementi di educazione finanziaria	447

SOMMARIO

MARCO CARLIZZI, Sostenibilità e innovazione nell'attività bancaria: il conto di base come soluzione per chi abbia ridotte capacità cognitive	177
CATERINA BERGOMI, La nozione di consumatore medio tra uniformità e adattabilità: riflessioni sulla sentenza <i>Compass</i> (C-646/22).....	213
FRANCESCA PELLEGRINI, From disruption to design: regulating financial intermediation in the digital age	231

Contributo allo studio delle fonti del “processo” dinanzi all’arbitro bancario finanziario.

SOMMARIO: 1. Premessa: Il problema delle fonti dell’ABF (i.e.: le cornici normative concentriche). – 2. Seconda Premessa: la natura dell’ABF e l’efficacia delle sue pronunce. – 3. Il codice di procedura civile: i principi del contraddittorio, del diritto alla difesa, della domanda; la *translatio iudicii*; l’onere della prova; la verifica di scrittura privata; le riproduzioni meccaniche; la contumacia. – 4. Conclusioni.

1. Premessa: Il problema delle fonti dell’ABF (i.e.: le cornici normative concentriche).

Il tema delle fonti del processo dinanzi all’ABF¹ è assai delicato e complesso. La difficoltà per l’interprete, va detto, risiede però non tanto nella fattura delle norme anche secondarie – la quale è buona, quasi sempre ottima, a onore e in merito di Banca d’Italia – quanto piuttosto dalla complessa genesi dell’organismo, che ha determinato, in concreto, una certa frammentarietà nel sistema di fonti nel suo insieme.

Se, infatti, è possibile individuare una lata discendenza dell’Arbitro Bancario Finanziario rispetto al vecchio Ombudsman-Giurì bancario², tra i due organismi sussiste una profonda differenza concettuale. L’Ombudsman-Giurì bancario, infatti, era stato istituito su iniziativa dell’ABI nel 1993, e presso l’ABI e, successivamente, presso il

¹ L’autore è componente del Collegio ABF di Palermo (in precedenza, del Collegio ABF di Napoli). Le opinioni espresse in questo scritto, tuttavia, sono da intendersi esclusivamente personali e non rappresentano in alcun modo gli orientamenti dell’Arbitro Bancario Finanziario.

² Cfr. E. DESANA, Ombudsman *bancario*, in *Digesto disc. priv., Sez. Comm.*, vol. 1, Agg., Torino, 2000, p. 513; G. DE VERGOTTINI, Ombudsman, in *Enc. dir.*, XXIX, Milano, 1979, p. 879 ss.; G. CARRIERO, *L’ombudsman garante della correttezza bancaria*, in *Riv. crit. Dir. priv.*, 1995, p. 481 ss.; G. LIACE, *L’arbitro bancario finanziario*, Torino, 2018, in part p. 4; G. LIACE, *I contratti bancari*, Padova, 2002, p. 157; G. FAUCEGLIA, *I contratti bancari*, in *Tratt. Dir. comm.*, a cura di V. BUONOCORE, Torino, 2005, p. 85. Sul tema delle fonti del diritto e del processo dinanzi all’Arbitro Bancario Finanziario, v. anche F. RUSSO, *Il “processo” dinanzi all’Arbitro Bancario Finanziario. La via “processuale” di un ADR di tipo decisorio dall’esito non vincolante*, Palermo, 2025, in part. p. 87 ss.

Conciliatore Bancario Finanziario continuò ad operare fino alla sua definitiva soppressione nel 2017. Si trattava, dunque, di un organismo che tanto nella sua natura che nell'origine e nel funzionamento richiamava molto da vicino il *Banking Ombudsman* del diritto inglese, il quale era stato a sua volta introdotto tra il 1985 e il 1986³, preceduto di pochi anni dall'Insurance Ombudsman del 1981⁴. L'Ombudsman-Giurì bancario era dunque, essenzialmente, un organismo creato su

³ Il Banking Ombudsman britannico iniziò la sua attività il 1° gennaio 1986; ma era stato istituito il 1° agosto 1985, quando le «member banks» avevano sottoscritto un contratto di tipo aperto, istitutivo di una società consortile a responsabilità illimitata dotata di personalità giuridica denominata «Office of the Banking Ombudsman». Le «member banks» erano: Bank of Scotland; Clydesdale Bank, Coutts and Co.; Midland Bank; National Westminster Bank; Standard Chartered Bank; Trustee Savings Bank of England and Wales; Trustee Savings Bank of Scotland; Trustee Savings Bank of Northern Ireland; Barclays Bank; Co-operative Bank; Lloyds Bank; Giro Bank; The Royal Bank of Scotland; Yorkshire Bank; Bank of Ireland; Allied Irish Bank; Northern Bank; Ulster Bank. V. G. CRISCUOLI, *Il «banking Ombudsman»*, Milano, 1989, p. 4 ss. 19 ss. e, in appendice (p. 37-73), la traduzione italiana dell'atto costitutivo a cura di G. DARA (*I. Memorandum; II Articles of Association*) e A. MIRANDA (*III. Terms of Reference*). L'art. 3 del *Memorandum* affidava al «the Office of the Banking Ombudsman» il compito (tra l'altro) di nominare un Ombudsman con il potere ricevere reclami per servizi bancari, nonché di facilitare una composizione amichevole di essi o il loro ritiro a mezzo di raccomandazioni, decisioni o qualsiasi altro mezzo utile. Inoltre il par. 79 dello Statuto (*Articles of Association*) obbligava ogni *member bank* ad accettare le decisioni prese dall'Ombudsman, a condizione che esse fossero state a loro volta accettate dal ricorrente.

Sul Banking Ombudsman, v. oltre a: G. CRISCUOLI, *Op. ult. cit.*, p. 3-5, anche: A. ARORA, *The Banking Ombudsman*, in *Professional Negligence*, 1986, vol. 3, p. 5; A. ARORA, *The Banking Ombudsman*, in *The Company Lawyer*, 1986 (vol 7), p. 64 s; H. GOMER, *A Banking Ombudsman is born for compliants*, in *Financial Weekley*, November 1, 1985, p. 3; P.E. MORRIS, *The Banking Ombudsman*, in *The Journal of Business Law*, 1987, p. 131-136 (parte I), 199-299 (parte II); C.M. SCHMITTHOFF, *Ombudsman galore*, in *The Journal of Business Law*, 1985, p. 198 s; C.M. SCHMITTHOFF, *The Banking ombudsman*, in *The Journal of Business Law*, 1986, p. 13. Il Banking Ombudsman viene, a sua volta, dagli autori anzidetti, ricondotto al British Ombudsman, su cui v. il classico volume di F. STACEY, *The British Ombudsman*, Claredon Press, Oxford, (rist. del) 1973 ss. Stima G. CRISCUOLI, *Op. ult. cit.*, 5, che nel 1989 il Banking Ombudsman interessava «non meno di trentatremilioni di utenti bancari».

⁴ C.M. SCHMITTHOFF, *Ombudsman galore.*, cit., p. 198. V. anche R. DELFINO, *L'«ombudsman» come modello di «alternative dispute resolution» nel settore privato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1995, p. 247 ss.

iniziativa degli stessi intermediari, e da questi, tramite i loro organismi associativi, disciplinato e gestito. L'Arbitro Bancario Finanziario, invece, fu introdotto a valle di un articolato processo normativo e istituito presso Banca d'Italia. Si tratta, dunque, di un organo che solo in senso lato può dirsi auto-regolamentato dal sistema bancario e interno ad esso, dal momento che la sua organizzazione e gestione è affidata, appunto, all'organo cui compete la vigilanza nel settore bancario e finanziario.

La "vera" fonte normativa primaria dell'organo è costituita dall'art. 128-*bis* TUB, introdotto, nella sua formulazione originaria, dall'art. 29 comma 1 della legge 28 dicembre 2005, n. 262. Tale disposizione, però, non dettò una disciplina organica, ma esclusivamente una (prima) cornice di principii generali, cui si sarebbe dovuto ispirare il futuro ABF, la cui effettiva disciplina venne demandata a una normazione secondaria⁵.

Tale prima delega, poi, innescò un articolato processo di deleghe "a cascata": dall'art. 128-*bis* TUB al CICR (ossia, dal Legislatore a un organo interministeriale, ma con la presenza di un organo tecnico quale è Banca d'Italia); e quindi dal CICR alla stessa Banca d'Italia (dunque, a un organo tecnico).

Le fonti che regolano il processo dinanzi l'ABF, dunque, si articolano su tre livelli fondamentali (legge ordinaria, Deliberazione CICR, provvedimenti di Banca d'Italia), cui si sovrappongono, almeno in parte, ulteriori fonti nazionali e sovranazionali. Le stesse disposizioni di Banca d'Italia, inoltre, sono a loro volta articolate in più livelli, essenzialmente riconducibili rispettivamente al *genus* degli atti regolamentari generali (approvati con la procedura delle consultazioni prevista dall'art. 23 della legge 262/2005)⁶ e a quello degli atti c.d. "di

⁵ E. CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, in *Judicium.it*, (31 maggio 2011), p. 2, parla di «previsione, dal tenore piuttosto vago», confrontandola con la di poco precedente disciplina di arbitrato e conciliazione presso Consob, ai sensi del d.lgs. 179/2007. V., sul punto, S. FORASASSI, *La risoluzione delle controversie di cui all'art. 128-bis t.u.b.*, in F. GALGANO - F. ROVERSI MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, in *Tratt. dir. comm. e dir. pubbl. econ.*, vol. LII, Padova, 2009, p. 569 ss.; F. RUSSO, *Il "processo" dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario.*, cit., p. 27 ss. e p. 87 ss.

⁶ Il citato art. 23, rubricato «Procedimenti per l'adozione di atti regolamentari e generali», prevede che il provvedimento della Banca d'Italia (nonché della CONSOB,

dell'ISVAP – oggi IVASS – e della COVIP), aventi appunto «natura regolamentare o di contenuto generale, esclusi quelli attinenti all'organizzazione interna» debbano essere: «motivati con riferimento alle scelte di regolazione e di vigilanza del settore ovvero della materia su cui vertono»; «accompagnati da una relazione che ne illustra le conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori»; ispirati al «principio di proporzionalità, inteso come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari»; soggetti a «revisione periodica, almeno ogni tre anni (...) per adeguarli all'evoluzione delle condizioni del mercato e degli interessi degli investitori e dei risparmiatori». La stessa disposizione, al comma 2, introduce la seguente prescrizione: «A questo fine, esse consultano gli organismi rappresentativi dei soggetti vigilati, dei prestatori di servizi finanziari e dei consumatori».

Banca d'Italia ha adottato il Regolamento di attuazione dell'art. 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262, con Provvedimento del 24 marzo 2010 «Regolamento recante la disciplina dell'adozione degli atti di natura normativa o di contenuto generale della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza bancaria e finanziaria, ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262», pubblicato in GU, Serie Generale, n. 102 del 4 maggio 2010. L'emanazione del regolamento fu preceduta, a sua volta, da una consultazione, il cui resoconto è disponibile sul sito della Banca d'Italia:

<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2009/cons-art-23L-262/index.html>. Il Regolamento fu poi modificato (ancora una volta, a seguito di consultazioni) con Provvedimento del 9 luglio 2019 «Regolamento recante la disciplina dell'adozione degli atti di natura normativa o di contenuto generale della Banca d'Italia nell'esercizio delle funzioni di vigilanza, ai sensi dell'articolo 23 della legge 28 dicembre 2005, n. 262 pubblicato in GU, Serie Generale, n. 172 del 24 luglio 2019».

In pratica, ai sensi dei Regolamenti sopra citati, ogniquale volta deve essere adottato un regolamento di ordine generale, ai sensi della legge 262/2005, Banca d'Italia pubblica sul proprio sito (<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/>) i progetti e gli schemi e avvia una consultazione pubblica (art. 4 del Regolamento 2019), per un termine che normalmente è di sessanta giorni. A questo punto, i soggetti interessati possono partecipare, trasmettendo i commenti secondo le modalità stabilite dalla Banca d'Italia (art. 4). I commenti vengono, quindi, pubblicati sul sito della Banca d'Italia (salvo che il soggetto richieda la pubblicazione in forma anonima o la non pubblicazione del proprio commento); all'esito la Banca d'Italia dà conto della valutazione dei commenti esaminati nel «resoconto della consultazione» (art. 6).

Esiste, comunque, la possibilità per la Banca d'Italia di *filtrare* i commenti ritenuti non pertinenti o non rilevanti (art. 6); in ogni caso i commenti «non comportano obbligo di riscontro specifico su ogni singolo commento e non costituiscono vincolo per l'istruttoria» e, ovviamente, non vengono valutati i commenti pervenuti successivamente alla scadenza del termine della consultazione.

regolamentazione interna” (approvati senza il previo meccanismo delle consultazioni).

La difficoltà dell’interprete, sia teorico che pratico, nell’accostarsi alla disciplina unitaria dell’ABF risiede appunto nell’anzidetta necessità di dovere individuare la disciplina in concreto applicabile, muovendosi all’interno di vari livelli di normazione, primaria e secondaria, i cui testi sono a volte in apparente distonia tra loro⁷.

Sul piano sincronico, dunque, il sistema delle fonti dell’ABF è costituito, innanzitutto, da norme sovranazionali, e segnatamente:

- la Raccomandazione della Commissione Europea del 30 marzo 1998, racc. 98/257/CE;
- la Direttiva 2013/11/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori (c.d. Direttiva sull’ADR per i consumatori)⁸;
- fino alla sua abrogazione avvenuta nel 20 luglio 2025, con Regolamento UE 3228/2024, il regolamento UE n. 524/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 maggio 2013 relativo alla risoluzione delle controversie online dei consumatori (c.d. regolamento sull’ODR per i consumatori).

In secondo luogo, abbiamo le norme nazionali primarie, e segnatamente:

Vale la pena di aggiungere che, per quanto concerne i consumatori, il meccanismo delle consultazioni è richiamato dal Considerando 51 della Direttiva 2013/11/UE, a norma del quale: «È opportuno che gli Stati membri coinvolgano i rappresentanti delle organizzazioni professionali, delle associazioni di categoria di imprese e delle organizzazioni dei consumatori in sede di sviluppo di ADR, in particolare per quanto concerne i principi di imparzialità e indipendenza».

⁷ M. MAUGERI, *Il ruolo del Collegio di Coordinamento all’interno del sistema ABF*, in *Riv. dir. comm.*, 3/2024, p. 303 – 321 e in part. p. 307

⁸ Il testo della Direttiva 2013/11/UE è, attualmente, in corso di modifica, a seguito della proposta della Commissione UE 17 ottobre 2023, e il 17 novembre 2025 il Consiglio ha espresso la propria posizione in prima lettura. Ad oggi, la proposta di modifica della Direttiva è in corso di approvazione da parte del Parlamento europeo, ed entrerà in vigore decorsi 20 giorni dalla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della UE. Gli Stati membri disporranno quindi di 26 mesi per integrare, nei rispettivi ordinamenti nazionali, le nuove norme, che si applicheranno 32 mesi dopo la pubblicazione della direttiva nella Gazzetta ufficiale. V. <https://www.dirittobancario.it/art/direttiva-adr-le-modifiche-approvate-dal-consiglio-ue/>. L’iter di modifica della Direttiva 2013/11/UE può essere seguito sul sito dell’UE: https://law-tracker.europa.eu/procedure/2023_376?lang=it.

- il d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 «Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia» (TUB) e in particolare il Titolo VI, che disciplina la materia della trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti, e prevede l'istituzione di sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie insorte tra intermediari e clienti (art. 128-*bis*);

- il d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (codice di consumo), come modificato dal d.lgs. 6 agosto 2015, n. 130, di attuazione della Direttiva 2013/11/UE sull'ADR per i consumatori, il quale prevede, agli artt. 141-141-*decies* una specifica disciplina sulle ADR tra consumatori e professionisti⁹;

- l'art. 27-*bis* del d.l. 24 gennaio 2012, n. 1, come modificato dalla legge di conversione del 24 marzo 2012, n. 27, per quanto riguarda il ricorso del Prefetto.

Quindi vengono le normative secondarie. Queste sono organizzate in sottogruppi, organizzati tra loro in via gerarchica, dal momento che la norma primaria fondamentale – ossia l'art. 128-*bis* TUB – in effetti, si limita a prevedere l'adesione degli intermediari ai «sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie con la clientela» e a dettare alcuni principi di ordine generale, quali il principio di imparzialità dell'organo decidente, e la «rappresentatività dei soggetti interessati» nell'ambito dello stesso organo. I principi in questione hanno, in realtà, copertura sovranazionale, dal momento che, in realtà, erano già stati enunciati dalla racc. 257/1998/CE (secondo e quattordicesimo considerando), nonché dalla dir. 2013/11/UE (Considerando 22 e 32-35; artt. 1, 6 e 7), sia pur limitatamente ai consumatori.

Sono, altresì, fissati a livello di normazione primaria (art. 128-*bis* TUB, comma 2): «la rapidità, l'economicità della soluzione delle controversie e l'effettività della tutela». Anche in questo caso, si tratta di principi che, sempre con riferimento ai consumatori, recepiscono le

⁹ Ruolo di Autorità Nazionale Competente con riferimento alle ADR ai sensi dell'art. 141-*decies* è attribuito, per le materie di pertinenza, a Banca d'Italia, la quale ha certificato che l'ABF rispetta i requisiti previsti dal codice di consumo, e che l'ABF è un sistema ADR riconosciuto ai fini del citato elenco di cui all'art. 141-*decies* codice consumo. Cfr. <https://www.mimit.gov.it/it/mercato-e-consumatori/tutela-del-consumatore/controversie-di-consumo/adr-risoluzione-alternativa-controversie>

pregiudiziali norme comunitarie, e in particolare la racc. 257/1998/CE (art. IV e *passim* nei considerando) e la Direttiva 2013/11/UE¹⁰.

In conclusione, la normativa primaria nazionale si limita, in realtà, a dettare una *cornice* estremamente vaga e flessibile¹¹, demandando poi (art. 128-*bis* comma 2) a una «deliberazione del CICR, su proposta della Banca d'Italia», i *criteri* «di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie e di composizione dell'organo decidente». La cornice normativa primaria, al contempo, costituisce un limite alla potestà normativa secondaria del CICR e, poi, di Banca d'Italia; essa, inoltre, costituisce il confine entro il quale sussiste la legittimità delle soluzioni messe in atto.

Le norme comunitarie, invece, hanno, come visto, un contenuto assai più ampio, che riguarda la sfera che l'art. 128-*bis* TUB ha “delegato” alla normazione secondaria. Ne consegue che anche le norme secondarie dovranno essere interpretate, nelle materie di pertinenza, in modo conforme alle regole e ai principi comunitari, né potranno ad essi disattendere o derogare.

Venendo alla normativa secondaria, a un primo livello si colloca la Deliberazione CICR n. 275 del 29 luglio 2008, come modificata dal decreto d'urgenza del Ministro dell'Economia e delle Finanze - Presidente del CICR, del 10 luglio 2020, n. 127¹², che ha stabilito i criteri per lo svolgimento delle procedure di risoluzione stragiudiziale delle controversie. In essa, nella sua versione originaria, non compariva ancora la denominazione Arbitro Bancario Finanziario (non ancora istituito), anche se, a seguito delle modifiche apportate con DM

¹⁰ In particolare: la rapidità è sancita dai considerando 4, 5, 6, 47, 50 e dall'art. 1; la gratuità, ovvero in subordine il costo «simbolico» per il consumatore, sono sanciti dal considerando 41 e dall'art. 8; l'effettività è sancita dai considerando 4, 7, 10, 17, 25, 46, 55 e 56 e dall'art. 1, oltre che – indirettamente – da numerose altre disposizioni.

¹¹ Nello stesso senso, v. E. CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 2, secondo cui la previsione dell'art. 128-*bis* TUB si caratterizzerebbe per il «tenore piuttosto vago»

¹² Ai sensi dell'art. 3 TUB (nel testo in vigore dal 29.2.2004; in precedenza le attribuzioni di cui *infra* erano attribuite al Ministro del Tesoro): «1. Il Ministro dell'economia e delle finanze adotta con decreto i provvedimenti di sua competenza previsti dal presente decreto legislativo e ha facoltà di sottoporli preventivamente al CICR. 2. In caso di urgenza il *Ministro dell'economia e delle finanze* sostituisce il CICR. Dei provvedimenti assunti è data notizia al CICR nella prima riunione successiva, che deve essere convocata entro trenta giorni».

127/2020, compare un riferimento (indiretto) al «sito internet dell'ABF» (art. 6, comma 7).

La Deliberazione CICR 275/2008 ss.mm.ii., in realtà, è poco più di una seconda cornice, dal momento che essa demanda a Banca d'Italia i «compiti regolamentari e organizzativi» (preambolo), oltre che numerosissime attività¹³. Compare, quindi, una fonte normativa

¹³ La Deliberazione CICR, in particolare, demanda a Banca d'Italia :- l'eventuale articolazione dell'organo decidente in più sedi (art. 2, comma 2); - l'istituzione e la delimitazione dei compiti della segreteria tecnica (art. 2, comma 2; art. 6 comma 1; art. 7, comma 1); - la possibilità di ampliare la competenza per valore dell'organo, con un minimo fissato in € 100.000,00, previsto dalla Deliberazione (art. 2, comma 4); - la determinazione del compenso dei componenti del collegio, con il vincolo di porre a carico delle associazioni degli intermediari i compensi per i componenti da esse designati (art. 2, comma 9); - le modalità per la contribuzione medesima per gli intermediari non aderenti alle associazioni di cui sopra (art. 2, comma 9); - la possibilità di prevedere eccezioni (al fine di «scoraggiare eventuali comportamenti opportunistici e accrescere così l'efficacia delle iniziative volte a pervenire ad una più rapida definizione delle controversie») al generale principio della «condanna» dell'intermediario a rimborsare al cliente il contributo di € 20,00, in caso di accoglimento totale o parziale del ricorso (art. 2 comma 10); - la possibilità di rivedere la misura del predetto contributo di € 20,00 per spese di procedura «alla luce dell'esperienza applicativa» (fermo restando, come detto, i principi di gratuità o di semi-gratuità previsti dalla normativa comunitaria); - la nomina del presidente e di altri due membri di ogni collegio (art.3, comma 1); - le modalità di designazione degli altri due componenti, rispettivamente, da parte degli intermediari, del CNCU e di altre associazioni di categoria per i c.d. «non consumatori» (art. 3, commi 2 e 3); - la composizione dello specifico organo decidente, con riguardo al componente designato dagli intermediari e a quello designato dal cliente «in funzione della tipologia dell'intermediario interessato, dell'oggetto della controversia ovvero della categoria di appartenenza del cliente che ha presentato il ricorso» (art. 3, comma 4); - la complementare previsione che, in caso di ritardo nella designazione dei membri di cui sopra da parte delle associazioni di intermediari e di clienti, sarà la Banca d'Italia a designare un membro provvisorio (art. 3, comma 7); - la possibilità di nominare membri supplenti, con le stesse modalità di nomina degli effettivi (art. 3, comma 5); - la possibilità di prevedere le ipotesi e le modalità di rinnovo dei membri dei collegi, salva la durata del primo mandato (cinque anni per il presidente, tre per gli altri membri: art. 3, comma 7); - la possibilità di dichiarare la decadenza dall'ufficio dei componenti, in caso di reiterate assenze, ovvero la loro revoca per giusta causa, e la nomina conseguente di membri provvisori (art. 3, comma 9); - la fissazione del termine a disposizione dell'intermediario per riscontrare il preliminare reclamo del cliente (art. 4, comma 3); - l'individuazione degli organismi associativi degli intermediari che possono trasmettere, per conto di questi ultimi, le controdeduzioni (art. 5, comma 3), nonché, in generale, le loro caratteristiche e i loro compiti (art. 7,

secondaria di secondo livello (ossia, la regolamentazione di Banca d'Italia). Questa, conseguentemente, deve rispettare sia i principii e i limiti fissati dalla deliberazione CICR 275/2008 ss.mm.ii., che – ovviamente – le norme primarie e sovranazionali.

In effetti, anche la delega a del CICR a Banca d'Italia per la determinazione degli aspetti ordinamentali e di procedura è, in concreto, davvero assai ampia, anche se si è trattato – va riconosciuto – di una scelta obbligata, vista la necessità di costruire *ex novo* un organismo, un processo e la struttura di supporto (dotandola anche del personale, delle infrastrutture tecniche, *etc.*). Sul piano concettuale, poi, il *modus operandi* adottato implica la transizione degli aspetti regolamentari, organizzativi e procedurali dell'Arbitro Bancario Finanziario da un organo, quale il CICR, la cui composizione è almeno in parte politica¹⁴, a un organo eminentemente tecnico, quale è appunto Banca d'Italia.

Sul piano giuridico, va detto, ciò non pare comportare peculiari problematiche. A ben vedere, infatti, l'art. 128-*bis* TUB demandava al CICR esclusivamente la delimitazione dei «criteri di svolgimento delle procedure di risoluzione delle controversie e di composizione

comma 2); - le modalità di pubblicazione sul sito dell'ABF degli inadempimenti dell'intermediario, nonché dei ritardi negli adempimenti e dei casi di mancata cooperazione dello stesso intermediario (art. 6, comma 7); - la fissazione dei requisiti di idoneità dei componenti dell'organo decidente (art. 7, comma 1); - l'istituzione di specifici flussi informativi (art. 7, comma 1); - l'utilizzo diffuso di strumenti di comunicazione elettronica (art. 7, comma 1); - l'individuazione di specifiche facoltà da attribuire al presidente dell'organo decidente «volte a pervenire a una più rapida definizione delle controversie, anche mediante l'accoglimento del ricorso ovvero la formulazione di una proposta di soluzione anticipata della lite» (art. 7, comma 1); - la modulazione dei costi della procedura, con l'introduzione di idonei meccanismi premiali o disincentivanti, in relazione al comportamento tenuto dalle parti (art. 7, comma 1); - l'adesione dei sistemi alla rete Fin.Net (art. 7, comma 1); - la pubblicazione di una relazione annuale concernente l'attività degli organi decidenti (art. 7, comma 4).

¹⁴ Ai sensi dell'art. 2 TUB, nel testo oggi vigente, «Il CICR è composto dal Ministro dell'economia e delle finanze, che lo presiede, dal Ministro del commercio internazionale, dal Ministro delle politiche agricole alimentari e forestali, dal Ministro dello sviluppo economico, dal Ministro delle infrastrutture, dal Ministro dei trasporti e dal Ministro per le politiche comunitarie. Alle sedute partecipa il Governatore della Banca d'Italia». Il CICR, inoltre, ai sensi dell'ultimo comma «Per l'esercizio delle proprie funzioni il CICR si avvale della Banca d'Italia».

dell'organo decidente», e non anche la disciplina di dettaglio, ordinamentale e processuale. E sebbene lo stesso art. 128-*bis* non contenesse alcun esplicito riferimento alla competenza di Banca d'Italia per l'emanazione di detti provvedimenti, si trattava di una soluzione abbastanza scontata (per non dire: necessitata), che poteva considerarsi ricompresa nei generali poteri di emettere regolamenti attuativi, attribuiti a Banca d'Italia dallo stesso TUB.

La normazione di *terzo livello*, dunque, è costituita, innanzitutto, da:

- le «Disposizioni sui sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in materia di operazioni e servizi bancari finanziari» (in avanti, anche *Disposizioni ABF* o *Disposizioni*), che sono un atto di regolamentazione generale;
- il «Regolamento per il funzionamento dell'Organo decidente dell'ABF» (in avanti, anche Regolamento), che è invece un atto interno.

Si è già detto, al riguardo, che le *Disposizioni* hanno ad oggetto la regolamentazione generale (sia ordinamentale che processuale), mentre il Regolamento ha ad oggetto disposizioni *interne*, necessarie a disciplinare meglio il funzionamento del rito. Sul piano del contenuto, lo schema di fondo, agli occhi di un processualista, richiama molto da vicino il rapporto tra il codice di rito e le disposizioni di attuazione.

Circa il rapporto tra i due testi, non può probabilmente sostenersi la prevalenza delle *Disposizioni* sul Regolamento, dal momento che si tratta di norme dello stesso ordine gerarchico; ossia, secondo la denominazione fin qui seguita: norme secondarie di secondo livello, o norme di terzo livello, subordinate, quindi, sia alla deliberazione CICR (che costituisce la normativa secondaria di primo livello e che detta criteri generali) che, ovviamente, alle norme di legge nazionali e sovranazionali.

Un rapporto gerarchico, in particolare, non può essere, secondo chi scrive, ravvisato nel diverso *iter* di approvazione. Se è vero, infatti, che le *Disposizioni* furono approvate secondo il modello di cui all'art. 23 comma 2 della legge 262/2005, mentre il Regolamento, in quanto norma interna, non fu preceduto dalle *consultazioni* (conformemente allo stesso art. 23), ciò non modifica, in sé, il rapporto gerarchico tra le

fonti del diritto: *Disposizioni* e Regolamento, infatti, sono comunque norme del medesimo grado¹⁵.

Tuttavia, secondo la giurisprudenza, l'eventuale violazione dell'art. 23 comma 2 della legge 262/2005 (qualora, ossia, una regolamentazione generale non fosse stata preceduta dalla fase delle consultazioni) potrebbe comportare, in linea teorica, una illegittimità della norma erroneamente rappresentata come interna¹⁶. Tale eventuale profilo di illegittimità, in ogni caso, non si porrebbe rispetto ai collegi (dal momento che essi sarebbero comunque vincolati alla norma regolamentare), ma esclusivamente rispetto ai soggetti lesi da una eventuale violazione delle regole procedurali: ossia: clienti, intermediari e loro associazioni rappresentative. Sarebbe dubbio, comunque, l'interesse almeno degli utenti finali a far valere l'eventuale illegittimità delle norme anzidette: la decisione dell'Arbitro Bancario Finanziario, infatti, non ha carattere vincolante per alcuna delle parti, di modo che risulterebbe alquanto evanescente l'individuazione di una posizione giuridica – diritto soggettivo o interesse legittimo – concretamente lesa. Semmai, la violazione dell'*iter* procedimentale previsto per le norme generali (qualora esse fossero inserite, senza preventive consultazioni, nel Regolamento) dovrebbe essere impugnato dai soggetti potenzialmente interessati (potenzialmente, tutti i cittadini, ma principalmente le associazioni rappresentative di intermediari e clienti, nonché gli ordini professionali) a partecipare alle consultazioni.

Completano, inoltre, la normazione *di terzo livello*:

- il «Codice deontologico per i componenti dell'Organo decidente»;
- la «Tabella dei compensi» dei componenti dei Collegi;
- le Disposizioni della Banca d'Italia in materia di trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari e di correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti (in avanti, anche *Disposizioni Trasparenza*)¹⁷.

¹⁵ Nello stesso senso, v. M. MAUGERI, *Il ruolo del Collegio di Coordinamento*, cit., p. 307, secondo cui *Disposizioni* e *Regolamento* «sono entrambi vincolanti e complementari fra loro».

¹⁶ TAR Lazio, sez. I, 3 novembre 2010, n. 33133.

¹⁷ Tutti gli atti normativi, di ogni ordine e grado, sopra citati, sono consultabili sul sito: <https://www.arbitrobancariofinanziario.it/abf/normativa/index.html>

2. Seconda Premessa: la natura dell'ABF e l'efficacia delle sue pronunce.

Prima di procedere nella trattazione, a questo punto, interrogarsi sulla natura dell'Arbitro Bancario Finanziario e del procedimento dinanzi a detto organo¹⁸.

¹⁸ V., senza pretese di completezza, F. CAPRIGLIONE – M. PELLEGRINI (a cura di), *ABF e supervisione bancaria*, Padova, 2011; F. AULETTA, *Arbitro Bancario Finanziario e "sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie"*, in *Società*, 2011, p. 83 ss.; E. BRUSCHETTA, *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Contratti*, 2010, p. 422 ss.; I. A. CAGGIANO, *L'arbitro bancario finanziario, esempio virtuoso di degiurisdizionalizzazione*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 439 ss.; E. CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, cit.; F. CAPRIGLIONE, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'Adr*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, p. 261 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Cicero pro domo sua* (in replica allo scritto di Guizzi), in *Mondo Bancario*, 2011, p. 2 ss.; G. CARRIERO, *Arbitro bancario finanziario: morfologia e funzioni*, in *Foro it.*, 2012, V, p. 213 ss.; ID., *Giustizia senza giurisdizione: l'arbitro bancario finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2014, p. 161; ID., *L'Arbitro bancario finanziario*, in *Quest. giust.*, 2017, 3, p. 102 ss. C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf, "scrutatore" di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, in *Corr. giur.*, 2011, p. 1653 ss.; G. COSTANTINO, *Sintesi dell'attività svolta dall'Arbitro Bancario Finanziario al 31 marzo 2010*, in *Foro it.*, 2010, V, p. 278 ss. ID., *L'istituzione dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in AA.VV., *Studi in onore di Verde*, Napoli, 2010, 297 ss.; D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile: contestazione, "contumacia", onere della prova*, in *Il Processo*, I, 2019, p. 27 ss.; B. DE CAROLIS, *L'arbitro bancario finanziario come strumento di tutela della trasparenza*, in *Quaderni di ricerca giuridica*, Roma, 2011; M. DESARIO, *Profili d'impatto delle decisioni dell'arbitro bancario finanziario sugli intermediari*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, p. 492 ss.; G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF: manifestazione di una "pedagogia"*, in *Banca borsa tit. cred.*, VI, 2021, p. 857 ss.; A. FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro bancario finanziario*, in *Rass. dir. civ.*, 2019, p. 1054; F. FERRO-LUZZI, *Il "giustificato motivo" nello jus variandi: primi orientamenti dell'Abf*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2011, p. 730 ss.; G. FINOCCHIARO, *L'arbitro bancario finanziario tra funzioni di tutela e di vigilanza*, Milano, 2012; A.V. GUCCIONE - C.A. RUSSO, *L'arbitro Bancario Finanziario*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, p. 475 ss.; G. GUIZZI, *Chi ha paura dell'ABF?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, p. 665 ss.; G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, in *Società*, 2011, p. 1216 ss.; E. LUCCHINI GUASTALLA, *Arbitro Bancario Finanziario*, in *Enc. del dir.*, *Annali*, VIII, 2015; F. MAIMERI, *Commento sub art.128-bis*, in AA.VV., *Commentario al testo unico bancario* (a cura di F. BELLI – G. LOSAPPIO – M. PORZIO – M. RISPOLI FARINA – V. SANTORO), Milano, 2010, p.

Può innanzitutto escludersi la natura, in capo all'ABF, di organo amministrativo, dal momento che esso, pur istituito presso Banca d'Italia, è da essa, almeno per quanto riguarda i collegi e la loro attività, indipendente. La presenza di Banca d'Italia, infatti, è limitata alla struttura di supporto (le Segreterie Tecniche e la Struttura centrale di coordinamento), e ad alcuni momenti di raccordo latamente nomofilattico, quale l'organizzazione della Conferenza dei Collegi¹⁹. Analogamente, le decisioni dell'ABF non sono equiparabili ad atti amministrativi, essendo l'organismo privo, nei riguardi degli intermediari, di ogni potere autoritativo²⁰.

Può, del pari, escludersi che l'ABF abbia natura di organo giurisdizionale, come espressamente affermato dalla Corte

1144 ss.; M. MAIONE, *Profili ricostruttivi di una (eventuale) legittimazione a quo dei Collegi dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Judicium.it* (21 marzo 2011); M. MAIONE, *Forma e sostanza delle delibere dell'arbitro bancario finanziario*, in *Società*, 2012, p. 437 ss.; E. MINERVINI, *L'arbitro bancario finanziario. Una nuova forma di A.D.R.*, Napoli, 2014; M. C. PAGLIETTI, *La riforma delle disposizioni ABF: una riflessione su legittimazione e giustizia procedurale degli Ombudsmen nei mercati regolati*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2022, p. 160 ss.; I. PAGNI, *Arbitro Bancario Finanziario: Natura e funzioni di uno strumento particolare per la risoluzione delle controversie*, in G. CONTE (a cura di), *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, p. 3-17 e in part. 3-8; C. PUNZI, *L'arbitro in materia bancaria e finanziaria*, in *Disegno sistematico dell'arbitrato*, 2^a ed., II, Padova, 2012, p. 714; E. QUADRI, «L'Arbitro Bancario Finanziario» nel quadro dei sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie, in *Nuova giur. civ. comm.*, II, 2010, p. 305 ss.; S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, p. 335 ss.; F. RUSSO, *Tra AGCM e ABF il Collegio Coordinamento sceglie il non liquet*, in *Riv. dir. banc.*, II, 2023, p. 267-288; ID., *Gli orientamenti della giurisprudenza e il loro valore di "precedente" dinnanzi all'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Giureta*, XXIII, 2025, p. 985 -1000; ID., *Il "processo" dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario*, cit.; V. SANGIOVANNI, *Regole procedurali e poteri decisori dell'arbitro bancario finanziario*, in *Società*, 2012, p. 953 ss.; P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, II, p. 1373; V. TAVORMINA, *L'Arbitro Bancario Finanziario (un altro episodio de "I nuovi mostri"*, in *Corr. giur.*, 2011, p. 1021 ss.

¹⁹ Su cui, v. F. RUSSO, *Il "processo" dinnanzi all'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 155 ss.

²⁰ S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 335, il quale però ravvisa il carattere di provvedimento amministrativo nell'atto di irrogazione della sanzione reputazionale, assunta dalla Banca d'Italia nell'esercizio della sua attività di vigilanza e controllo sull'attività bancaria.

Costituzionale²¹, anche in virtù del disposto dell'art. 102 Cost. (il quale vieta, appunto, l'istituzione di nuovi giudici speciali). Il relativo procedimento, dunque, non ha natura giurisdizionale.

Sicuramente, poi, l'ABF rientra nel novero delle *Alternative Dispute Resolution* (ADR), il cui spettro – come è stato efficacemente documentato – si estende dalla negoziazione diretta «based on mutual understanding» e, all'estremo opposto, alla decisione vincolante emessa da un organo terzo, sulla base di una procedura aggiudicativa²².

²¹ La qualificazione dell'arbitro bancario finanziario come giudice è stata esclusa da Corte Cost., ord. 21 luglio 2011, n. 218: in *Foro it.*, 2011, I, p. 2906; in *Corr. giur.*, 2011, p. 1652, con nota di C. CONSOLO – M. STELLA, *Il ruolo prognostico–deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf.*, cit.; in *Giur. comm.*, 6/2012, p. 1191/II, con nota di M. MAIONE, *Sulla natura dell'Arbitro Bancario Finanziario*. V. anche: A. ANTONUCCI, *ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, II, p. 128. In particolare, come è noto, la Consulta ha escluso la legittimazione dei Collegi a sollevare questioni di legittimità costituzionale), sui rilievi: – che l'ABF troverebbe la sua fonte normativa regolatrice in disposizioni di carattere amministrativo (delibera CICR 29 luglio 2008, n. 275 ss.mm.ii. e disposizioni Banca d'Italia), laddove gli organi giurisdizionali sono «ancorati, per loro stessa natura, al fondamento costituzionale e alla riserva di legge»; – che i criteri e i requisiti di nomina dei componenti, come pure il loro stato giuridico e le regole deontologiche non sono «paragonabili ai presidi corrispondentemente previsti» per gli organi giurisdizionali; – che l'intervento dell'arbitro bancario finanziario è precluso ogniqualvolta la controversia sia stata già sottoposta all'autorità giudiziaria o ad arbitri; – che, soprattutto, la decisione non è vincolante per alcuna delle parti, dal momento che sia intermediari che clienti «quale che sia l'esito della procedura» hanno sempre «facoltà di ricorrere all'autorità giudiziaria ovvero ad ogni altro mezzo previsto dall'ordinamento per la tutela dei propri diritti e interessi (...) le decisioni dell'ABF, infatti, non incidono sulle situazioni giuridiche delle parti»; – che, detto in altri termini, la decisione dell'ABF «non assume, in realtà, alcun valore cogente per nessuna delle parti “in causa”, svolgendo essa solo una funzione destinata ad incidere sulla immagine e sulla reputazione dell'intermediario, in particolare se non ottemperante, secondo connotazioni che possono riecheggiare gli interventi di organi amministrativi in autotutela». Si rinvia alla compiuta analisi di M. R. MAUGERI, *ABF e legittimazione a sollevare quesiti costituzionali*, in G. CONTE (a cura di), *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, p. 28 - 32.

²² Cfr. l'analisi di Y. SHAMIR, *Alternative Dispute Resolution approaches and their application*, Paris, 2003, p. 1-43, in part. p. 4 e di P. SIRENA, *ADR systems in the banking and financial markets*, in F. BARRIÈRE (a cura di), *Le tritement des difficultés des établissements bancaires et institutions financières. Approche croisée*, in *LexisNexis*, Dayton (Ohio, USA), 2017, p. 137- 150, in part. p. 138, il quale evidenzia come il sistema delle ADR sia estremamente variegato e mutevole, particolarmente

L'inquadramento dell'ABF tra le ADR è, del resto, espressamente previsto dall'art. 128-*bis* TUB.

Nel dettaglio, le sue decisioni sono state a volte accostate a pareri²³, e il funzionamento dell'organo assimilato, da alcuni autori, al *mini-trial*, o *mini-processo* del mondo anglosassone²⁴, o alle *Early Neutral Evaluations*, i quali hanno una funzione prognostica di una futura decisione giurisdizionale²⁵.

Ritengo, nel complesso, più esaustivo qualificare il procedimento dinnanzi all'ABF come una *species* del *genus* delle «arbitrations», allocuzione che identifica quelle procedure in cui le parti affidano la decisione (vincolante o meno) della lite a un organo terzo e imparziale. La nozione di «arbitration», però, non deve trarre in inganno. A dispetto

in ambito bancario e finanziario, spaziando «from a soft facilitation of amicable solutions between the parties (mediation) to a true adjudication of cases by arbiters, be they monocratic or sitting in a panel. Their decisions are mostly not binding, since they do not prevent the applicants (and sometimes the opponents, as well) from filing the same case at a court». Si rinvia, inoltre, al risalente ma sempre attuale contributo di S. CHIARLONI, *Nuovi modelli processuali*, in *Riv. dir. civ.*, 1993, I, p. 269 e 279 e a T. GALLETTO, (Aggiornamento) *ADR*, in *Dig. civ.*, Torino, 2011, p. 3 ss.; T. GALLETTO, *La mediazione nello spazio giuridico europeo e in Italia*, in T. GALLETTO (a cura di) *La nuova mediazione civile e commerciale*, Roma, 2014, p. 55 ss.

²³ In tal senso: S. RUPERTO, *L'«Arbitro Bancario Finanziario»*, in *Banca e borsa*, 2010, I, p. 335; E. CAPOBIANCO, *Mediazione obbligatoria e Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 4.

²⁴ Il quale è, appunto, uno strumento di risoluzione alternativa delle controversie, nel quale le parti si presentano dinnanzi a un organo terzo e imparziale, che dirige, appunto, un *mini-processo*, all'esito del quale emette un provvedimento non vincolante per le parti, dal valore prognostico dell'esito di un giudizio vero e proprio. In questo senso, A. GIOVANNONI, *Le Alternative Dispute Resolution nel sistema finanziario italiano*, in *Dircomm.it*, IX.1. (gennaio-ottobre 2010), p. 5; G. CABRAS – D. CHIANESE – E. MERLINO – D. NOVIELLO, *Mediazione e conciliazione per le imprese. Sistemi alternativi per la risoluzione delle controversie nel diritto italiano e comunitario*, Torino, 2003, p. 73.

²⁵ G. FINOCCHIARO, *L'arbitro bancario finanziario tra funzioni di tutela e di vigilanza*, Milano, 2012, p. 398-312. Cfr. sul punto: M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari in Italia e in Europa*, Padova, 2016, p. 81; C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf, "scrutatore" di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*, cit., p. 1656. Condivide la critica qui espressa, proprio per l'impossibilità di ricondurre l'ABF a un ruolo meramente prognostico, G. LIACE, *L'arbitro bancario finanziario*, Torino, 2018, p. 50.

del *nomen*, e sebbene non sia mancata in dottrina qualche opinione contraria²⁶, il procedimento dinanzi all'ABF non è un arbitrato, neanche irrituale, dal momento che la decisione non è, appunto, a differenza di quanto previsto dall'art. 808-ter c.p.c., in alcun modo cogente per alcuna delle parti. Si tratta, piuttosto, di una figura, relativamente nuova per l'esperienza italiana, di *non-binding arbitration*, ossia di una procedura ADR aggiudicativa, che culmina

²⁶ In tal senso, G. GUIZZI, *L'Arbitro Bancario Finanziario nell'ambito dei sistemi di ADR: brevi note intorno al valore delle decisioni dell'ABF*, in *Società*, 2011, p. 1221, il quale ritiene che la decisione dell'Abf sarebbe, in realtà vincolante, laddove la facoltà di adire l'autorità giudiziaria sarebbe accostabile a una sorta di impugnazione innanzi al giudice competente in primo grado ai sensi dell'art. 808-ter, comma secondo, n. 4 c.p.c. («se gli arbitri non si sono attenuti alle regole imposte dalle parti come condizione di validità del lodo»), al quale è possibile rimettere «l'intera questione già devoluta davanti all'Arbitro. La tesi non è convincente, dal momento che pare fondata su una concezione eccessivamente estesa della nozione di "impugnazione", che finisce col trascinare nel differente concetto di "facoltà di proporre la domanda in sede giurisdizionale". A prescindere dai rilievi svolti nel testo, dal fatto che una simile ricostruzione teorica presupporrebbe l'acclarata efficacia contrattuale per le parti della decisione del collegio (il che è tutto da dimostrare) e dalla circostanza che nessuna disposizione normativa o anche solo regolamentare sembra giustificare l'equiparazione della successiva azione giurisdizionale o arbitrale a un'azione di annullamento della pronuncia, si osserva che, a tacer d'altro e *mutatis mutandis*, la facoltà della parte di riproporre, anche in via ordinaria, la domanda rigettata in sede monitoria non configura certamente un'impugnazione del provvedimento di rigetto. V. al riguardo le convincenti osservazioni di D. DALFINO, *L'Abfe i principi del processo civile*, cit., *ibidem*, in part. nota 4 e di I. PAGNI, *Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 4

Pertanto, giova osservare, la stessa Banca d'Italia ha precisato: «anche se il nome contiene la parola 'arbitro', l'ABF non deve essere confuso con l'arbitrato previsto dal codice di procedura civile. Quest'ultimo, infatti, presuppone un accordo delle parti (precedente o successivo all'insorgenza della controversia) volto a sottoporre la lite al giudizio di uno o più arbitri i quali emettono una decisione vincolante» (BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, Roma, 2011, p. 7). Infine, rispetto all'arbitrato, il ricorso all'arbitro bancario finanziario è caratterizzato da una «legittimazione diseguale», dal momento che solo il cliente ha facoltà di decidere se attivare la procedura innanzi all'ABF, mentre l'intermediario, da un lato non è legittimato a proporre il ricorso e, per converso, è onerato, pena l'applicazione di sanzioni, di aderire al predetto sistema. Cfr. G. CARRIERO, *Arbitro bancario finanziario, morfologia e funzioni*, cit., p. 213 ss.; ID., *Giustizia senza giurisdizione*, cit., ID., *L'Arbitro bancario finanziario*, cit., p. 102 ss.

con una vera e propria decisione²⁷, il cui esito non è vincolante per le parti.

Mutuando una classificazione del diritto inglese, le decisioni dell'ABF hanno, per le parti come per il giudice di un eventuale futuro processo, un'efficacia di semplice «*persuasive source*»²⁸, mentre è ad esse alieno il carattere di «*authoritative source*», che contraddistingue, invece, i provvedimenti giurisdizionali o arbitrali propriamente detti²⁹.

Tale considerazione implica che, proprio come nei pareri, nelle *Early Neutral Evaluations*, e nei *mini-trials*, la decisione dell'ABF avrà un valore almeno *latamente prognostico* della decisione³⁰, allocuzione che va intesa nel senso che, dovendo il collegio decidere secondo diritto, la sua pronuncia sarà tendenzialmente conforme a quella che potrebbe essere emessa un organo giurisdizionale, adito dalle parti in alternativa allo strumento ADR o successivamente da esso. Tale carattere «prognostico» non va, poi, sopravvalutato: i caratteri di

²⁷ In senso non dissimile, I. PAGNI, *Arbitro Bancario Finanziario*., cit., p. 6

²⁸ Nel diritto inglese sono «*persuasive sources*» quelle fonti che, pur non essendo «*authoritative sources*», ossia *binding*, vincolanti, in quanto non provenienti dagli organi cui è devoluta la produzione o l'elaborazione applicativa del diritto, hanno comunque una forza in qualche modo *persuasiva*. Per una trattazione, v., *ex plurimis*, G. CRISCUOLI – M. SERIO, *Nuova introduzione allo studio del Diritto inglese*, Milano, 2021, p. 71.

²⁹ L'idea di configurare il provvedimento dell'ABF come una vera e propria decisione, priva però del carattere di vincolatività che caratterizza invece le decisioni giurisdizionali o più propriamente arbitrali, consente probabilmente anche di superare le perplessità espresse da S. RUPERTO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2010, p. 334-335, secondo cui l'impossibilità di qualificare il responso del collegio come una «decisione» discenderebbe dai seguenti elementi: a) l'Organo decidente non sarebbe investito di poteri decisorii dalle parti contendenti, e segnatamente dall'intermediario; b) alla decisione dell'Organo non determinerebbe «come atto, la definizione della lite, che solo eventualmente potrà intervenire ma al ricorrere di ben distinti fatti» (appunto, l'avvenuta accettazione dell'esito); c) essa, infine, non produrrebbe effetti direttamente riferibili alla sfera giuridica delle parti.

³⁰ G. FINOCCHIARO, *L'arbitro bancario finanziario tra funzioni di tutela e di vigilanza*, Milano, 2012, p. 398-312. Cfr. sul punto: M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari in Italia e in Europa*., cit., p. 81; C. CONSOLO, M. STELLA, *Il ruolo prognostico–deflattivo, irriducibile a quello dell'arbitro, del nuovo Abf, “scrutatore” di torti e ragioni nelle liti in materia bancaria*., cit., p. 1656. Nel senso che non sarebbe possibile ricondurre l'ABF a un ruolo meramente prognostico: G. LIACE, *L'arbitro bancario finanziario*., cit., p. 50.

*celerità*³¹ e di quasi completa gratuità per il cliente, insiti nella procedura (che escludono, ad esempio, il ricorso a prove orali, consulenze tecniche, *etc.*) comportano infatti, come rovescio della medaglia, la possibilità di una diversa, più completa e, dunque, più *giusta* futura valutazione da parte del giudice ordinario³², a prescindere dall'eventuale errore, in fatto o in diritto, commesso dal collegio. È in tal senso che, nelle righe precedenti, si è parlato appunto di carattere *latamente prognostico*, e non *prognostico tout court* delle decisioni dell'ABF, le quali sono, innanzitutto, “decisioni”, ossia dei tentativi, come detto, di risolvere, in modo aggiudicativo e secondo diritto, una lite tra parti.

È stato, poi, evidenziato che l'ABF svolgerebbe un ruolo c.d. «pedagogico», individuato nell'idoneità delle sue decisioni a influenzare in modo significativo i comportamenti degli intermediari, proprio per loro stretta interazione dell'organo con l'esercizio dei poteri di vigilanza da parte della Banca d'Italia³³.

³¹ Si rammenta che, ai sensi dell'art. 8, lett. e della Direttiva 2013/11/UE il procedimento deve concludersi in 90 giorni di calendario.

³² Tale limitazione all'efficacia prognostica delle decisioni ABF è, del resto, ben compresa dai collegi ed è evidenziata, a volte, nelle stesse decisioni; cfr. Collegio Palermo, 10395/2023, il quale ha statuito: «La verifica delle affermazioni di Parte ricorrente, pertanto, richiederebbe l'espletamento di una prova orale, che potrà – ovviamente – essere ammessa e assunta davanti al Giudice ordinario, ma che travalica i poteri e le caratteristiche stesse dell'Arbitro Bancario Finanziario “*la cui istruttoria è circoscritta a quanto in forma documentale versato in atti dalle parti del giudizio a norma del vigente regolamento*” (ex plurimis, v. Collegio Napoli, n. 4821 del 22 marzo 2022; Collegio Milano, n. 5041 del 24 marzo 2022; Collegio Roma, n. 17582/2017; v. anche Collegio Napoli, 9144/2019; Collegio Bologna, n. 1308/202)» (conf. Collegio Napoli, 7988/2022).

³³ G. FAUCEGLIA, *L'esperienza dell'ABF*, cit., *ibidem*, il quale parla, appunto, di “funzione pedagogica”. V. anche P. SIRENA, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, II, p. 1373; A. FEDERICO, *Il procedimento di attuazione dei diritti innanzi all'Arbitro bancario finanziario*, cit., p. 1054, il quale sottolinea la “circularità virtuosa” tra la vicenda giudiziaria privata e quella regolamentare pubblica. In senso sostanzialmente conforme, cfr. anche, M. STELLA, *Lineamenti degli arbitri bancari e finanziari*, cit., p. 115 ss.; C. CONSOLO - M. STELLA, *Il ruolo prognostico-deflattivo*, cit., p. 1653 ss.; A. TUCCI, *L'Arbitro Bancario finanziario fra trasparenza bancaria e giurisdizione*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 5, 2019, p. 623 ss.

Pur nell'indipendenza reciproca, infatti, il collegamento tra pronunce dell'ABF e funzioni di vigilanza di Banca d'Italia emerge in talune norme di secondo livello, e in particolare nelle *Disposizioni ABF*, Sez. I, § 1 (ossia, già nella parte delle disposizioni dedicata ai principi generali), ove si legge che: «Le decisioni dell'ABF sono pubblicate in conformità a quanto previsto nella sez. IV, par. 2. Esse integrano il più ampio quadro informativo di cui la Banca d'Italia dispone nello svolgimento della propria funzione regolatrice e di controllo». In sintesi, gli accertamenti contenuti nelle decisioni dei collegi, pur non essendo vincolanti (non solo per le parti, ma neanche) per Banca d'Italia, possono da questa essere presi in considerazione, nell'esercizio delle sue funzioni, pubblicistiche, di regolazione e di controllo. Il potere di vigilanza di Banca d'Italia, in conclusione, pur essendo concettualmente distinto dal Sistema ABF, aleggia, comunque su di esso, come un *convitato di pietra*³⁴, incidendo – sarebbe ingenuo negarlo – sull'effettiva probabilità che le decisioni dell'organo vengano adempiute dagli intermediari.

³⁴ In senso non dissimile, A. FEDERICO, *L'Arbitro Bancario Finanziario: gli orientamenti e i dialoghi con la giurisprudenza*, in D. MANTUCCI (diretto da) *Trattato dell'arbitrato*, XV, *Le controversie bancarie e finanziarie*, Napoli, 2020, p. 186, il quale sottolinea la correlazione della funzione ispettiva di vigilanza di Banca d'Italia con l'onere posto a carico degli intermediari di valutare la gestione dei reclami sulla base degli orientamenti dell'ABF, ai sensi delle «Disposizioni sulla Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti» (c.d. *Disposizioni Trasparenza*), Sez. XI, § 1, nota 1 (p. 37). Secondo detta previsione, infatti, l'intermediario deve effettuare «una valutazione dei reclami pervenuti anche alla luce degli orientamenti dell'Arbitro Bancario Finanziario». V. anche F. AULETTA, *Arbitro bancario finanziario e "sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie"*, cit., p. 83 ss., e in part. p. 87 ss., individua nel procedimento in ABF una sotto-fase che si innesta all'interno del procedimento di vigilanza di Banca d'Italia, diretta, in un certo senso, a individuare le condizioni per l'esercizio del potere sanzionatorio da parte dell'organo di vigilanza. Il merito principale dell'autore, a mio giudizio, è di avere tentato una ricostruzione complessa del fenomeno ABF, non limitandola alla dinamica strettamente processuale, del ricorso della decisione. In senso critico, M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari*, cit., p. 140 ss. e 146 ss., sul rilievo che non sarebbe possibile accostare il ricorso del cliente a una sorta di esposto all'organo amministrativo di vigilanza.

3. *Il codice di procedura civile: i principii del contraddittorio, del diritto alla difesa, della domanda; la translatio iudicii; l'onere della prova; la verifica di scrittura privata; le riproduzioni meccaniche; la contumacia.*

Qualificato il procedimento dinanzi all'ABF come un "processo" dalla natura decisoria, ancorché non giurisdizionale e dall'esito non vincolante, occorre ora interrogarsi sull'applicabilità ad esso dei principii e di talune specifiche norme, tipici del diritto processuale civile.

La scelta tra diritto processuale civile e penale, innanzitutto, è scontata. Nonostante la sua origine almeno in parte pubblicistica, la natura dell'organo va considerata privatistica, per due ordini di ragioni.

Innanzitutto, la cornice di riferimento è quella delle ADR, individuate dalla Direttiva 2013/11/UE, di cui si è già parlato, la cui logica è indubbiamente privatistica e non pubblicistica³⁵. Pur essendo inserito nell'ambito di un istituto di diritto pubblico (quale è la Banca d'Italia, ai sensi dell'art. 19 della legge 262/2005), inoltre, l'Arbitro Bancario Finanziario è indipendente da essa e dalle sue funzioni più tipicamente pubblicistiche, quali i compiti di vigilanza.

In secondo luogo, le controversie che possono essere sottoposte all'Arbitro Bancario Finanziario vertono su rapporti riconducibili, *lato sensu*, al diritto privato, ossia ai rapporti bancari.

Se, in conclusione, le norme e i principii del codice di procedura civile costituiscono sicuramente il *sistema di riferimento* rispetto alle norme che regolano il funzionamento del processo in ABF, ciò non vuol dire che, ovviamente, l'intero codice di procedura civile sia effettivamente applicabile dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario.

³⁵ Sulla natura privatistica dell'ABF, v., per tutti, le convincenti osservazioni di G. LIACE, *L'arbitro bancario finanziario*, cit., p. 49, secondo cui: «La natura giuridica del ABF è quella di indirizzare i comportamenti degli intermediari verso prassi professionali corrette, tanto più rafforzare la tutela dei contraenti deboli», con la conseguenza che l'ABF deve essere inquadrato come un ente privato, al quale il legislatore affida lo svolgimento di una determinata attività strettamente legata ad interessi di portata generale. L'autore ribadisce, peraltro, l'indipendenza tra ABF e Banca d'Italia. V. anche: R. CARATOZZOLO, *L'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 561 s.

Diversa, infatti, è, come si è detto, la natura e la funzione del procedimento ADR rispetto a quello giurisdizionale, come diversi sono l'esito dei due procedimenti e l'efficacia dei provvedimenti finali.

Certo, trattandosi di un procedimento destinato a culminare in una pronuncia *secondo diritto*, i principii fondamentali del diritto processuale (*in primis*: il rispetto del contraddittorio, il diritto alla difesa, il principio della domanda) saranno ovviamente applicabili anche dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario³⁶. Altre volte sono le

³⁶ Si rinvia all'accurata analisi di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile: contestazione, "contumacia", onere della prova*, in *Il processo*, fasc 1, 1 marzo 2019, p. 27 ss., secondo cui «(...) il problema dell'applicabilità di disposizioni e principi del diritto processuale civile ha senso soltanto con riferimento ai momenti essenziali del procedimento, che, sebbene — giova ribadirlo — non abbia natura giurisdizionale e presenti esiti che non incidono sulle situazioni giuridiche soggettive delle parti né impediscono di adire la via giurisdizionale o arbitrale, produce effetti rilevanti per gli interessi delle parti stesse e di portata tale da trascendere quegli interessi (deflazionamento, orientamento della condotta degli intermediari, miglioramento delle relazioni con la clientela, e così via). Così, vengono in rilievo e devono ritenersi applicabili — salvo verificare attraverso quali modalità e con quale portata — il principio della domanda, il principio di imparzialità, il principio dispositivo (riferito all'allegazione dei fatti), il principio del contraddittorio. L'indefettibilità di tali principi è connaturata all'esigenza — insopprimibile anche con riferimento a metodi alternativi di risoluzione delle controversie privi di qualsiasi esito di tipo "decisorio", quali la mediazione e la conciliazione — che la tutela dei diritti, qualsiasi forma essa assuma, per essere effettiva deve conoscere giuste forme procedurali».

Cfr. anche I. PAGNI, *Arbitro Bancario Finanziario: Natura e funzioni di uno strumento particolare per la risoluzione delle controversie*, in G. CONTE (a cura di), *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, p. 3-17 e in part. p. 10 ss. e M. C. PAGLIETTI, *La riforma delle disposizioni ABF.*, cit., p. 167, secondo cui «Pur pacifica la natura non giurisdizionale e non arbitrale degli Ombudsmen, il loro procedimento viene collocato in una dimensione processuale, di natura avversariale, poiché in assenza di una specifica e dettagliata disciplina procedimentale li giudicio che davanti a essi si svolge si ritiene debba rispettare i principi generali del vigente sistema processuale civile».

Sull'applicabilità alle ADR dell'art. 47 della Carta dei Diritti fondamentali dell'Unione europea «Diritto a un ricorso effettivo e a un giudice imparziale», secondo cui «Ogni individuo i cui diritti e le cui libertà garantiti dal diritto dell'Unione siano stati violati ha diritto a un ricorso effettivo dinanzi a un giudice, (...) Ogni individuo ha diritto a che la sua causa sia esaminata equamente, pubblicamente ed entro un termine ragionevole da un giudice indipendente e imparziale, precostituito per legge. Ogni individuo ha la facoltà di farsi consigliare, difendere e rappresentare. A coloro che non dispongono di mezzi sufficienti è concesso il patrocinio a spese dello Stato

stesse *Disposizioni ABF* a richiamare, in modo più o meno indiretto, taluni principi, regole e norme processuali³⁷.

Al di fuori dei sopra cennati *principii fondamentali* e dei rinvii, formali o/o materiali a norme processuali, il più delle volte, tuttavia, le regole del codice di procedura civile saranno più che altro paragonabili alle *persuasive sources* del diritto inglese, di cui si è parlato nei paragrafi precedenti, sicché la loro applicabilità non potrà essere data per scontata nel procedimento davanti all'Arbitro Bancario Finanziario, pur potendo trovarvi, in qualche caso, ingresso.

In questo contributo, per ragioni di brevità, ci si limiterà a una breve panoramica, rinviandosi a studi più approfonditi per gli specifici istituti.

Nel suo assetto attuale, l'Arbitro Bancario Finanziario si articola in sette collegi territoriali, rispettivamente (seguendo l'ordine indicato dalle *Disposizioni ABF*, sez. III, § 1): Milano, Torino, Bologna, Roma, Napoli, Bari e Palermo, oltre al Collegio di Coordinamento, ognuno con una sua competenza per territorio, derogabile a determinate condizioni.

I collegi (e, prima ancora le Segreterie Tecniche) hanno sempre applicato un meccanismo analogo all'art. 50 c.p.c., disponendo – qualora avessero ravvisato l'incompetenza della sede adita – la *translatio iudicii*, con conseguente rimessione del fascicolo al collegio territorialmente competente³⁸. La scelta ermeneutica, pur nel silenzio delle *Disposizioni*, è assolutamente condivisibile: se si applicasse una diversa soluzione rigorosa (e.g., inammissibilità del ricorso, necessità per il cliente di riproporre la domanda al collegio competente), si finirebbe per applicare a una procedura ADR, necessariamente più informale e meno tecnica, un trattamento più rigoroso di quello previsto

qualora ciò sia necessario per assicurare un accesso effettivo alla giustizia», v. anche E. FRANTZIOU, *The Horizontal Effect of Fundamental Rights in the European Union: A Constitutional Analysis*, Oxford, 2019, in part. p. 105-107; A. KAMPHORST, *The Right to a Fair Trial in Online Consumer Dispute Resolution*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, vol. 8, Issue 5, 2019, p. 175-183.

³⁷ Cfr., ad esempio, i rinvii contenuti nell'art. 2 del Regolamento, e nelle *Disposizioni ABF*, Sez. IV, § 1 agli artt. 51 e 815 c.p.c., con riferimento alle cause di astensione dei componenti del collegio; o, ancora, il procedimento relativo alla discussione del ricorso in camera di consiglio (art. 10 Regolamento), il quale ricalca, almeno in parte, l'art. 276 c.p.c. V., a quest'ultimo riguardo, F. RUSSO, *Il "processo" dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 307 ss.

³⁸ Come si evince, *ex multis*, Collegio Coordinamento, 6168/2014; Collegio Roma, 15683/2022.

per il processo civile, ove, appunto, la *translatio iudicii* è stata da sempre riconosciuta, in materia di competenza, dall'art. 50 c.p.c., e, oggi, anche in materia di giurisdizione, ai sensi dell'art. 59 della legge 69/2009. È proprio in questo come in altri casi che può essere ravvisato il carattere di *persuasive source* delle norme del codice di procedura civile, al di là dei principii generali, sicuramente applicabili o delle norme espressamente richiamate.

Al contrario di quanto accade nell'esperienza spagnola³⁹, non esiste, invece, ad oggi un meccanismo di *translatio iudicii* rispetto agli altri due *Ombudsmen* esistenti, ossia l'ACF e l'AAS.

Viene, ancora, applicato il principio dell'onere della prova, sancito dall'art. 2697 c.c.⁴⁰, coordinato talvolta con il principio di vicinanza dalla prova, specialmente in presenza di precise disposizioni di legge, come nel caso dei pagamenti non autorizzati ex d.lgs. 11/2010⁴¹.

La regola dell'art. 2697 c.c., come pure il suo contraltare processuale dell'art. 115 c.p.c., trovano indiretta conferma nelle *Disposizioni ABF*, Sez. VI, § 3, secondo cui «La decisione sul ricorso è assunta sulla base della documentazione prodotta dalle parti nell'ambito dell'istruttoria, applicando le previsioni di legge (...)».

³⁹ Ove l'art. 30 della Ley 44/2002 del 22 novembre ha introdotto il principio della «ventanilla única» ossia dello «sportello unico» tra i «Servicios de reclamaciones» istituiti presso il Banco de España, la CNMV e la DGSFP: «Los servicios de reclamaciones funcionarán bajo el principio de ventanilla única, debiendo remitir al competente las reclamaciones que no sean de su competencia». Per un'accurata analisi del modello spagnolo, v. M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari*, cit., p. 39 – 40 e F. RUSSO, *Il "processo" dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 78 ss.

Va ancora avvertito che la possibilità di introdurre un qualche meccanismo di coordinamento tra gli *Ombudsmen* è, però, oggetto di studio da parte di una «Task force», come si legge nel «Protocollo di intesa tra la Banca d'Italia e la CONSOB in materia di risoluzione alternativa delle controversie» del 25-26 marzo 2025: cfr. <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Prot-BI-Consob-ADR-2025.pdf>.

⁴⁰ *Ex multis*, Collegio Coordinamento, 4632/2023; 12645/2021. Si rinvia all'accurata analisi di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., p. 27 ss.; I. PAGNI, *Arbitro Bancario Finanziario*, cit., p. 10 ss.; M. C. PAGLIETTI, *La riforma delle disposizioni ABF*, cit., p. 167; M. MARINARI, *Ulteriori questioni processuali, in particolare i rapporti con altri procedimenti e l'onere della prova*, in G. CONTE (a cura di), *Arbitro Bancario e Finanziario*, Milano, 2021, p. 146 – 156.

⁴¹ Cfr. Collegio Palermo, 5294 del 3 giugno 2025.

Un'applicazione estremamente rigorosa della regola di giudizio di cui all'art. 2697 c.c. sarebbe, però, non del tutto coerente con un procedimento ADR, dal carattere necessariamente meno formale del processo civile (e nel quale l'assistenza tecnica di un difensore è espressamente qualificata come non necessaria⁴²). Peraltro, una decisione di accoglimento o di rigetto, fondata sulla mancata prova dei fatti a fondamento della domanda o dell'eccezione, rischierebbe di avere un limitato valore (latamente) prognostico del futuro giudizio, specialmente nel caso in cui la carenza fosse facilmente rimediabile nel futuro processo civile giudiziale.

Gli orientamenti dei collegi, pertanto, contemperano il rigore della regola, pur considerandola in linea generale applicabile, con un utilizzo discretamente flessibile delle richieste di integrazioni istruttorie alle parti⁴³. In particolare, il potere di integrazioni istruttorie viene esercitato qualora un'affermazione, pur non essendo del tutto dimostrata, appaia comunque assistita da un «principio di prova»⁴⁴, allocuzione che, nella sua concreta applicazione, richiama molto da vicino le *piste probatorie* cui fa talvolta riferimento la giurisprudenza lavoristica⁴⁵.

⁴² Cfr. *Disposizioni ABF*, Sez. VI, § 1; la regola del carattere meramente facoltativo dell'assistenza di un avvocato è, del resto, per i consumatori sancita dalla Direttiva 2013/11/UE, art.8, lett. b e dall'art. 141-*quater* del codice di consumo.

⁴³ Cfr. *Disposizioni ABF*, Sez. VI, § 2.

⁴⁴ Collegio Coordinamento, 12645/2021 e 7716/2017, secondo cui «nel caso in cui la parte gravata dall'onere probatorio abbia fornito un riscontro documentale incompleto del fatto affermato, di cui però sia stato fornito un principio di prova scritta, deve ritenersi consentito al Collegio di sospendere il procedimento per disporre la integrazione della istruttoria richiedendo alla parte medesima (o eventualmente all'altra, se in via residuale sia applicabile il criterio di vicinanza della prova) la produzione del documento mancante idoneo a corroborare il riscontro probatorio già acquisito».

⁴⁵ Secondo cui il ricorso ai poteri istruttori d'ufficio sarebbe necessario quando: a) vi sarebbe un *principio di prova*, ma i fatti costitutivi dei diritti sarebbero comunque incerti e le risultanze siano insufficienti a decidere la causa, se non secondo il criterio, appunto, dell'onere della prova, ai sensi dell'art. 2697 c.c.; b) e, al contempo, la i mezzi istruttori d'ufficio apparirebbero indispensabili per decidere la lite. Cfr., *ex multis*, Cass. 16 maggio 2002, n. 7119; Cass. 5 novembre 2018, n. 28134; Cass. 17 dicembre 2019, n. 28134. V., anche, Cass. 7 luglio 2020, n. 14081, secondo cui i poteri istruttori del giudice del lavoro sono azionabili «*allorquando le risultanze di causa offrano significativi dati di indagine [...] ove reputi insufficienti le prove già acquisite*». Si rinvia, anche per riferimenti bibliografici, senza pretese di completezza, a M. PILLONI,

Il carattere documentale e celere del procedimento porta poi i collegi a valutare come prove le scritture private, anche ove la parte le abbia disconosciute, sul rilievo che la disciplina ABF non prevederebbe l'accertamento della veridicità o della falsità della firma potrebbe essere svolto solamente nell'ordinario processo civile⁴⁶. Non si ammettono, così, né la querela di falso⁴⁷ (come è ovvio), né il disconoscimento di scrittura privata e il correlato procedimento di verifica⁴⁸.

Se, tuttavia, tale orientamento è perfettamente condivisibile per quanto concerne la querela di falso e in generale per le contestazioni circa la veridicità di sottoscrizioni di atti pubblici o scritture private autenticate (i quali hanno l'efficacia probatoria prevista dagli artt. 2700 e 2702 c.c., che solo la querela di falso può rimuovere), maggiori perplessità sorgono in merito alle scritture private non autenticate o legalmente non considerate come tali.

Se si accoglie, almeno, l'idea tradizionale di Mortara, secondo cui «la scrittura privata è una prova incompiuta, la quale diviene integra con la dimostrazione della genuina provenienza da colui al quale è stata attribuita»⁴⁹, e che, semmai, «l'azione»⁵⁰ prevista dal codice di rito, in

Preclusioni istruttorie, poteri istruttori officiosi ex art. 421, 2° comma, c.p.c. e giusto processo, in *Giusto proc. civ.*, 2019, 4, p. 1103-1126 e in part. 1111 e ss.; G. TARZIA, *Manuale del processo del lavoro*, V ed., Milano, 2008, 171. V. anche P. FARINA, *Il diritto alla prova nel processo del lavoro*, in R. TISCINI (a cura di), *Il processo del lavoro quarant'anni dopo. Bilanci e prospettive*, Napoli, 2015, 187-203, e in part. 191 e ss.; F. RUSSO, *Contributo allo studio dei poteri istruttori d'ufficio del giudice del lavoro nelle controversie di primo grado*, in *Lav. prev. oggi*, 9-10/2020, p. 530-556. Sullo sfuggente concetto di indispensabilità, v. G. VIDIRI, *L'indispensabilità delle prove nel rito del lavoro*, in *Riv. dir. proc.*, 2015, 1476 e ss.; E. VULLO, *Il nuovo processo del lavoro*, Bologna, 2015, 391 e ss.; C. CONSOLO - F. GODIO, *Un ambo delle sezioni unite sull'art. 345 (2° e 3° comma) – Le prove nuove ammissibili perché indispensabili (per la doverosa ricerca della verità materiale) e le eccezioni (già svolte) rilevabili d'ufficio*, in *Corr. giur.*, 2017, p. 1406-1418.

⁴⁶ Collegio Roma, 12325/2024, n.1902/2017.

⁴⁷ Per brevità, si rinvia al compiuto studio di P. FARINA, *La querela civile di falso*, Vol. I, Roma, 2017 e Vol II, Roma, 2018.

⁴⁸ Sulla verifica di scrittura privata dinanzi all'ABF, si rinvia all'accurata analisi di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., in part. sub par. 4.

⁴⁹ L. MORTARA, *Commentario del Codice e delle Leggi di Procedura Civile*, III, Milano, 1922, p. 712.

⁵⁰ Per la disputa se l'istituto della verifica debba essere inteso quale azione di accertamento, ovvero come istituto a fine e natura meramente istruttori, ovvero

via principale o incidentale, può avere ad oggetto la verifica della scrittura privata, e non il suo disconoscimento, la conclusione, a rigore, dovrebbe essere esattamente opposta, ossia che la scrittura privata disconosciuta non potrebbe essere valutata dal collegio come prova.

Tuttavia, l'orientamento seguito dai collegi appare, innanzitutto, ragionevole, dal momento che, in caso contrario, il semplice disconoscimento di una scrittura, anche palesemente proveniente dal suo apparente sottoscrittore, sarebbe sufficiente ad impedirne l'utilizzabilità, vanificando così la valenza latamente prognostica, pur nei limiti di cui si è detto, della decisione e riducendo sensibilmente le probabilità di un suo adempimento spontaneo. Sul piano strettamente giuridico, poi, l'orientamento può trovare un suo fondamento nel fatto che, in effetti, a non essere richiamato nella disciplina ABF è l'intero meccanismo di disconoscimento e verifica (e non il solo procedimento di verifica), e che detto meccanismo, *nel suo complesso*, è incompatibile con i poteri istruttori dell'ABF e con la celerità del procedimento⁵¹. Conseguentemente, non appare errato né irragionevole valutare come prova una scrittura privata, disconosciuta dalla controparte nel procedimento, pur con la consapevolezza che si tratterà, pur sempre, di una *prova incompleta*, come sopra precisato, la cui efficacia potrà essere sconfessata in un futuro processo civile. Ciò, del resto, è del tutto coerente con quanto affermato in precedenza, ossia che il valore "prognostico" delle decisioni dell'ABF va inteso solo in senso lato, ed è ben possibile che, proprio a causa della maggiore snellezza e celerità del procedimento ADR, l'esito di un futuro giudizio potrebbe essere in tutto o in parte diverso.

ancora come accertamento incidentale avente ad oggetto un fatto, si rinvia, per brevità, a C. BESSO, *Il procedimento di verifica della scrittura privata: un istituto al bivio*, in *Giur. it.*, 2005, p. 10 ss. Cfr. anche le osservazioni di F. ROTA, *Le prove documentali*, in M. TARUFFO (a cura di) *La prova nel processo civile*, in *Trattato di diritto civile e commerciale Cicu, Messineo e Mengoni*, Milano, 2012, p. 658 ss.; E.T. LIEBMAN, *L'oggetto del processo civile di falso*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1957, p. 605; V. ANDRIOLI, *Commento al codice di procedura civile*, II, Napoli, 1956, p. 148 ss. e 150 ss.; P. FARINA, *La querela civile di falso*, cit., II, p. 79 ss.; F. RUSSO, *Note sull'interesse ad agire nella verifica della scrittura privata*, in *Il giusto proc. civ.*, 2/2020, p. 547-571.

⁵¹ In senso conforme, D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., *ibidem*.

La regola della non disconoscibilità delle scritture private viene, però, temperata dall'affermazione del potere dell'Arbitro Bancario Finanziario di accertare le alterazioni grossolane e immediatamente rilevabili⁵². Sebbene ciò non abbia un sicuro fondamento giuridico (sul piano concettuale, o si ammette il valore del disconoscimento o lo si nega), anche in questo caso, per le medesime ragioni di cui sopra, la prassi è da ritenere condivisibile, in quanto tesa a bilanciare il valore *latamente prognostico* della decisione con i caratteri di snellezza e celerità del procedimento.

Analogamente, i collegi tendono ad utilizzare, specie nelle controversie in materia di operazioni non autorizzate ex d.lgs. 11/2010 – nelle quali si chiede all'intermediario di provare di avere autorizzato l'operazione con un sistema di autenticazione a doppio fattore conforme alle regole della *Strong Customer Authentication* (c.d. S.C.A.) – i *log* informatici prodotti dall'intermediario, attribuendogli valore di riproduzioni informatiche ex art. 2712 c.c., affermando che questi, ove non disconosciuti in modo «chiaro, circostanziato e specifico», facciano piena prova dei fatti rappresentati; ove, invece, correttamente disconosciuti sono comunque utilizzabili nel procedimento in ABF come *prova semplice*, salva ovviamente la possibilità per la controparte di fornire la prova contraria, anche in via presuntiva. Si esclude, in ogni caso, sia che il semplice disconoscimento della riproduzione possa dar luogo all'inutilizzabilità della prova, sia la possibilità per il collegio di disporre consulenza tecnica d'ufficio, strumento incompatibile con la celerità del procedimento in ABF e con il carattere documentale dell'istruttoria⁵³. L'apparente differenza di trattamento tra il disconoscimento di scrittura privata e quello di riproduzione meccanica si giustifica, peraltro, con differente disciplina tra i due “disconoscimenti” previsti dal codice di rito. Sebbene l'affermazione non sia, infatti, unanimemente condivisa, nel caso delle riproduzioni meccaniche, al contrario che in quello delle scritture private, il disconoscimento non precluderebbe, appunto, l'utilizzo della

⁵² *Ex multis*, Collegio Roma, 1686/2013.

⁵³ Cfr. Collegio Palermo, 9039/2024, 3343/2024 e 3437/2024.

riproduzione, al quale sarebbe possibile attribuire il valore di prova semplice o comunque di presunzione⁵⁴.

Coerentemente con l'insegnamento della Consulta⁵⁵, viene, oggi, negato, ogni valore confessorio alla contumacia del convenuto⁵⁶, la quale viene considerata condotta processualmente neutra. Da essa non può inferirsi la fondatezza della domanda della ricorrente, che va, pertanto, accertata secondo le regole del giusto processo⁵⁷.

Una questione del tutto differente si presenta qualora la norma sostanziale, come nel caso delle operazioni di pagamento non autorizzate ex d.lgs. 11/2010, ponga a carico dell'intermediario uno specifico onere di provare la legittimità della propria condotta. In questo caso, la mancata costituzione dell'intermediario comporterà l'accoglimento della domanda; tale risultato, però, non discenderà dalla

⁵⁴ In giurisprudenza, la tesi secondo cui il disconoscimento precluderebbe l'utilizzo *tout court* della riproduzione come prova è stata affermata da Cass. 17 gennaio 2019, n. 1220; Cass. 9 gennaio 2019, n. 313; Cass. 19 gennaio 2018, n. 1250; Cass. 28 gennaio 2011, n. 2117; Cass. 22 aprile 2010, n. 9526; Cass. 3 luglio 2001, n. 8998; Cass. 22 aprile 2010, n. 9526; Cass. lav., 18 dicembre 1998, n. 12715; Cass. 8 marzo 1996, n. 1862. *Contra*, nel senso che il disconoscimento farebbe venire meno solo il carattere di prova legale, e che l'autenticità della riproduzione potrebbe essere verificata in ogni modo: Cass. 17 luglio 2019, n. 19155, cit.; Cass. 27 febbraio 2019, n. 5778; Cass. 21 febbraio 2019, n. 5141; Cass. lav., 6 settembre 2001, n. 11445; Cass. trib. 23 maggio 2018, n. 12737; Trib. Potenza, 19 ottobre 2018, n. 864; Trib. Savona, 19 gennaio 2019; nonché a nostro avviso anche Cass. 14 maggio 2018, n. 11606. Per una disamina delle posizioni dottrinali, si rinvia, anche per riferimenti, a F. RUSSO, *Contributo allo studio delle riproduzioni (non solo) meccaniche ex art. 2712 c.c.*, cit., p. 665 ss., e in part. nota 33.

⁵⁵ Cfr. Corte cost. 12 ottobre 2007 n. 340.

⁵⁶ Collegio Coordinamento, 7716/2017. In precedenza, la possibilità di attribuire un valore di *facta confessio* alla contumacia dell'intermediario era stata affermata da Collegio Napoli, 348/2012; Collegio Milano, 1412/2014. In dottrina, v. G. LIACE, *L'arbitro bancario finanziario*, cit., p. 67-68.

⁵⁷ Si rinvia alle convincenti osservazioni di D. DALFINO, *L'Abf e i principi del processo civile*, cit., *ibidem*, in part. *sub* par. 5, il quale, tuttavia, ammette che dalla contumacia del convenuto, qualora sia espressione di un generale «atteggiamento non collaborativo o ancora peggio ostruzionistico» ravvisabile già nella fase del reclamo, il collegio possa dedurre argomenti di prova. Così come formulata, la tesi può essere considerata condivisibile, in quanto la contumacia non assumerebbe, appunto, rilievo in sé, ma solo come manifestazione tra le altre – risultanti dagli atti – della generale condotta tenuta dall'intermediario nella gestione del rapporto col cliente. V. anche M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari*, cit., p. 293-294.

contumacia in sé e per sé, quanto dall'applicazione della specifica regola sull'onere della prova che pone a carico dell'intermediario la prova della corretta autenticazione dell'operazione, secondo un regime di *strong customer authentication*⁵⁸.

La contumacia del ricorrente non è, invece, ovviamente configurabile in un procedimento, quale quello dinanzi all'ABF, introdotto con ricorso⁵⁹.

4. Conclusioni.

In conclusione, il sistema delle fonti del processo dinanzi all'Arbitro Bancario Finanziario è assolutamente articolato e complesso, a causa, come si è detto, della peculiare gestazione normativa che ha portato, dal vecchio Ombudsman-Giurì Bancario all'attuale ADR istituito presso Banca d'Italia.

Le fonti del diritto processuale, in particolare, possono essere ravvisate in parte nella normativa specifica e in parte nel codice di procedura civile. Gli istituti tipici del diritto processuale vengono a volte espressamente richiamati dalla normativa primaria e secondaria dell'ABF (come nel caso del diritto alla difesa o delle norme sull'astensione), altre volte, invece, sono immanenti a questo come ad ogni "processo", diretto a risolvere, in modo aggiudicativo, una lite tra parti (come il principio del contraddittorio, il principio della domanda, l'onere della prova, *etc.*).

In altri casi, infine (come nel caso della contumacia o della *translatio iudicii*), le norme del codice di procedura civile costituiscono esclusivamente un modello di riferimento, equiparabile alle *persuasive sources* del diritto inglese, la cui applicabilità concreta all'ABF va valutata caso per caso, nel necessario bilanciamento tra esigenze di tutela e "giusto processo" da una parte, ed esigenze di celerità, economicità e minore formalizzazione del rimedio ADR.

⁵⁸ *Ex plurimis*, Collegio Roma, 2414/2025. Cfr. anche Collegio Palermo 5294/2025, che inquadra la specifica regola di cui al d.lgs. 11/2010 a una ipotesi, normativamente, prevista di vicinanza dalla prova, nonché Collegio Palermo, 4130/2025 e Collegio Bologna, 9629/2024.

⁵⁹ *Ex multis*: M. STELLA, *Lineamenti degli Arbitri Bancari e Finanziari.*, cit., p. 287.

Da ciò consegue che le decisioni dell'ABF, pur avendo, in un certo qual modo, un valore *latamente prognostico* del futuro giudizio, possano in concreto discostarsi dalle decisioni emesse da un organo giudiziario nel processo civile: in una sede, ossia, più garantita, più tecnica, più formale, ma anche caratterizzata da una maggiore onerosità per la parte e dalla durata assai più dilatata. Tale limitazione al valore prognostico, come detto, è del tutto indipendente da eventuali errori nelle valutazioni in fatto o in diritto commesse dai collegi, in quanto costituisce diretta conseguenza della peculiarità e della funzione stessa del procedimento dinnanzi all'Arbitro Bancario Finanziario.

Crisi, sostenibilità sociale e *debt advice*

SOMMARIO: 1. Crisi da sovraindebitamento: forze e valori in gioco. – 2. Il *debt advice* come strumento di sostenibilità sociale. – 3. La direttiva sul credito ai consumatori: temi e questioni. – 4. Il decreto di recepimento. – 5. Questioni aperte, riflessioni e proposte.

1. Crisi da sovraindebitamento: forze e valori in gioco

Dalla crisi finanziaria globale del 2008, alla pandemia da Covid-19, fino agli squilibri geopolitici derivanti dai recenti conflitti internazionali, le fragilità strutturali dei sistemi economici e sociali europei sono emerse con forza crescente, incidendo profondamente sui livelli di indebitamento delle famiglie e sulla domanda di credito. Ciò ha alimentato un intenso dibattito sui livelli di indebitamento dei consumatori e sui possibili strumenti di intervento¹.

Il confronto è stato ulteriormente nutrito dalla crisi energetica e dall'incremento dell'inflazione, che ha determinato un aumento dei prezzi di materie prime, energia, canoni di locazione, tassi di interesse e rate dei mutui. Fattori che, a parità di reddito, hanno ridotto la capacità di spesa delle famiglie e incrementato la domanda di credito.

In Italia, secondo dati Banca d'Italia, nel 2021 la povertà assoluta ha confermato i livelli massimi storici raggiunti nel 2020 durante la crisi sanitaria². Si tratta di un fenomeno in crescita, accentuato dai diversi

¹ Sul punto, si veda, tra i vari B. RAGANELLI, *Aiuti di Stato alle banche nel contesto della crisi finanziaria*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2016; B. RAGANELLI, *Emergenza, Crisi Economica e Golden Power*, in *Concorrenza e Mercato*, n. 1, 2021, 131-157; B. RAGANELLI, *Architettura finanziaria e corti europee*, Napoli, 2018; G. PIZZUTTO, *La crisi finanziaria del 2007-2008*, Milano, 2009; F. CROCI, *L'impatto della crisi finanziaria sugli aiuti di Stato al settore bancario*, in *Il Diritto dell'Unione Europea*, n. 4, 2014, 733-768; G. TORALDO, *Gli aiuti di Stato ai tempi delle crisi*, in *DPCE Online*, 2025; A. MAGLIARI, *Vigilanza bancaria e integrazione europea*, in *Analisi giur. econ.*, 2017, 594-595; M. LAMANDINI, *Golden powers nella dimensione europea e italiana tra crisi*, in *Diritto e processo civile europeo*, 2025; F. ANNUNZIATA e M. SIRI, *La crisi pandemica e la regolazione dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2020, 572-573.

² Le famiglie in povertà assoluta sono 1.960.000, pari a circa 5.571.000 persone, corrispondenti al 9,4% della popolazione residente. L'incidenza rimane più elevata

periodi di crisi che hanno segnato gli ultimi anni. La situazione non è cambiata di molto negli anni più recenti. Il *Terzo Report Statistico Nazionale 2025* della Caritas Italiana³ offre un quadro prezioso e concreto dei volti del fenomeno, con un 9,7% della popolazione in povertà assoluta (pari a circa 5,7 milioni di persone e 2,2 milioni di famiglie). La povertà relativa o rischio di esclusione sociale colpisce il 23,1% della popolazione, in aumento rispetto al 22,8% del 2023. Le regioni con il maggior incremento di richieste di aiuto sono quelle del Nord Italia, con un aumento del 77% negli ultimi 10 anni. I beni più colpiti dall'inflazione: prodotti alimentari (+2,4%), istruzione (+2,9%), cura della persona (+3,1%). La necessità finanziaria per garantire una rete nazionale di servizi di consulenza è, secondo la Commissione europea, di oltre 157 milioni di euro.

L'Italia si conferma tra i paesi europei con maggiore ricorso al credito al consumo, ma anche con maggiore rischio di sovraindebitamento. Il credito al consumo è cresciuto in modo costante dal 2023 al 2025, con aumenti annuali superiori al 5%. Nel secondo trimestre 2025, i finanziamenti personali hanno raggiunto i 173,9 miliardi di euro, con una crescita del 5,25% su base annua. In Italia il credito al consumo rappresenta circa il 18,7% del totale dei prestiti richiesti dalle famiglie italiane, contro una media europea pari all'11,2% sul totale dei prestiti. Il TAEG medio italiano resta superiore alla media dell'area euro, rendendo il credito più costoso.

A questo trend si aggiunge l'impatto negativo di un altro fattore rilevante: lo sviluppo tecnologico e digitale, accompagnato dalla diffusione sempre più ampia delle applicazioni dell'intelligenza artificiale (IA), che contribuiscono a modificare profondamente i comportamenti dei consumatori e le dinamiche di mercato⁴. Accanto

nel Mezzogiorno (10%, in aumento rispetto al 9,4% del 2020), mentre si riduce significativamente al Nord, in particolare nel Nord-Ovest. Sempre nel 2021, nei soli centri di ascolto e servizi informatizzati, si è registrato un incremento del 7,7% delle persone supportate rispetto all'anno precedente, comprendendo sia nuovi poveri sia individui che oscillano tra lo stato di bisogno e la relativa stabilità, uomini e donne.

³ CARITAS ITALIANA, *Rapporto 2021 su povertà ed esclusione sociale in Italia*, 2021.

⁴ Sul punto, tra gli altri, A.Z.A. SHIDDIEQY e T. WIDARMANTI, *The Influence of Artificial Intelligence in Digital Marketing on Generation Z Consumer Decision Making*, in *Eduvest – Journal of Universal Studies*, vol. 5, n. 9, 2025; L. ABRARDI, C. CAMBINI e L. RONDI, *Artificial intelligence, firms and consumer behavior: A survey*,

alle numerose applicazioni, usi e benefici per l'uomo, esistono indiscutibilmente delle ricadute preoccupanti sull'occupazione e sui redditi da lavoro. Come noto, l'intelligenza artificiale ridefinisce i ruoli professionali, modificando mansioni e responsabilità, impone lo sviluppo di nuove competenze digitali e una maggiore capacità di adattamento, influenzando il rapporto tra azienda e dipendenti, ma - di fatto - è in grado di sostituire l'essere umano in molte delle attività che conduceva fino ad oggi. In tale contesto, nascono nuovi profili professionali, ma molti altri scompaiono, e il rischio ulteriore è quello di un appiattimento delle competenze umane esistenti, che determini sulle nuove generazioni un pericoloso effetto di *deskilling*.

Il sempre più diffuso ricorso all'IA in molti ambiti sta profondamente ridefinendo il mercato del lavoro e contribuisce ad accentuare le disuguaglianze sociali ed economiche⁵. La prospettiva è preoccupante per molte categorie di soggetti e la prospettiva è che si aggravi la vulnerabilità economica degli individui e il bisogno di sostegno e assistenza sociale⁶.

in *Journal of Economic Surveys*, 2021; A. DE MAURO, A. SESTINO ed A. BACCONI, *Machine learning and artificial intelligence use in marketing: a general taxonomy*, in *Italian Journal of Marketing*, 2022; G. SPINELLI e L. GASTALDI, *Acceptance and use of digital payments by consumers: an empirical analysis in Italy*, in *Sinergie – Italian Journal of Management*, 2024; S. BORSCI, *Ciao AI: the Italian adaptation and validation of the Chatbot Usability Questionnaire (BUS-11)*, in *Personal and Ubiquitous Computing*, 2023; G. GIACOMINI, *Una prima tassonomia delle sfide politiche poste dall'intelligenza artificiale*, in *Quaderni / contributo accademico*, 2023.

⁵ Sul tema, tra gli altri, V. FERRI, R. PORCELLI e M. FENOALTEA, *Lavoro e Intelligenza artificiale in Italia: tra opportunità e rischio di sostituzione*, in *Inapp Working Paper*, n. 125, 2024; A. GEORGIEFF, *Artificial intelligence and wage inequality*, in *OECD Artificial Intelligence Papers*, n. 13, 2024; E. FAMELI, *La nuova Intelligenza artificiale e il problema della sua regolazione giuridica. La strategia europea e il lungo iter legislativo dell'AI Act*, in *Rivista italiana di informatica e diritto*, 2024; B. MOLL, L. RACHEL e P. RESTREPO, *Uneven Growth: Automation's Impact on Income and Wealth Inequality*, in *NBER Working Paper*, n. 28440, 2021; G. CORNELLI, J. FROST e S. MISHRA, *Artificial intelligence, services globalisation and income inequality*, in *BIS Working Papers*, n. 1135, 2023.

⁶ Sul punto, si veda, tra gli altri POLITECNICO DI MILANO, *Osservatorio Artificial Intelligence, IA, lavoro e sfide demografiche in Italia, 2025* – rapporto che stima l'impatto potenziale dell'automazione su posti equivalenti di lavoro e il numero di lavoratori coinvolti; D. LOSCHIAVO e M. MOSCATELLI, *Uso e impatto atteso dell'IA generativa: evidenze dalle famiglie italiane*, in *Banca d'Italia – Questioni di*

Anche nella prospettiva di affrontare queste sfide, la legge 23 settembre 2025, n. 132 definisce un quadro normativo a livello nazionale per guidare lo sviluppo, l'adozione e l'impiego dell'intelligenza artificiale, stabilendo principi chiave quali trasparenza, responsabilità umana, tutela dei dati, sicurezza e prevenzione di discriminazioni⁷. Questi principi assumono particolare importanza in un contesto caratterizzato da difficoltà economiche e sovraindebitamento, poiché l'IA non incide solo su redditi e occupazione, ma anche sulle abitudini di spesa e sulle scelte finanziarie delle famiglie. La normativa prevede inoltre la creazione di un'autorità nazionale incaricata di vigilare sul rispetto delle regole, fornendo uno strumento istituzionale volto a garantire che l'innovazione tecnologica sia accompagnata da adeguate misure di protezione sociale ed economica⁸.

La disciplina si accompagna e coordina con quanto previsto dalla legge 27 gennaio 2012, n. 3⁹, che sebbene originariamente concepita per disciplinare il sovraindebitamento e l'usura, è stata recentemente oggetto di reinterpretazioni e proposte di aggiornamento in relazione all'evoluzione dell'intelligenza artificiale (IA) nel contesto normativo italiano. Le principali questioni dibattute ruotano attorno alla necessità di un quadro giuridico coerente che regoli l'adozione dell'IA nei settori pubblico e privato, garantendo al contempo trasparenza, responsabilità

Economia e Finanza Occasional Papers, n. 929, aprile 2025; G. BOVINI, E. CIANI, M. DE PHILIPPIS e S. ROMANO, *La disuguaglianza dei redditi da lavoro e la povertà lavorativa: un confronto tra paesi dell'area dell'euro*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, n. 806, ottobre 2023; C. BENNICI, *Il lavoro mediante piattaforme digitali: un'indagine comparata Italia-Spagna*, Palermo, 2025.

⁷ Legge 23 settembre 2025, n. 132, *Disposizioni e deleghe al Governo in materia di intelligenza artificiale*.

⁸ Analoghi interventi normativi sono stati adottati anche all'estero: l'UE ha introdotto l'*AI Act* (2024), che classifica le applicazioni di IA per livello di rischio; negli USA, stati come Texas e Montana hanno approvato leggi sull'uso dell'IA, integrate dall'*Executive Order* 14179 (2025); il Regno Unito ha aggiornato la propria strategia nazionale sull'IA (2025); Cina e Vietnam hanno elaborato progetti di legge per regolamentare sviluppo e sicurezza; il Consiglio d'Europa ha adottato la Convenzione quadro sull'IA (2024) per garantire principi etici e diritti umani.

⁹ Legge 27 gennaio 2012, n. 3 *Disposizioni in materia di usura e di estorsione, nonché di composizione delle crisi da sovraindebitamento* in *Gazzetta Ufficiale*, n. 24 del 30 gennaio 2012, Serie Generale. Entrata in vigore: 29 febbraio 2012.

e tutela dei diritti fondamentali. Si sollevano interrogativi profondi sulla sostenibilità etica e giuridica dell'automazione nei processi decisionali.

Uno dei nodi centrali riguarda la responsabilità decisionale e ci si chiede in che misura un sistema automatizzato possa influenzare o sostituire il giudizio umano, soprattutto in ambiti delicati come la giustizia, la sanità e il lavoro. La disciplina, nella sua formulazione aggiornata, propone limiti all'uso dell'IA per il controllo a distanza dei lavoratori e vieta la giustizia predittiva, riaffermando il ruolo insostituibile del giudice nell'interpretazione della legge.

Altro tema cruciale è la gestione dei dati personali, sia nel contesto sanitario e professionale; introduce principi di libera utilizzazione dei dati per la ricerca scientifica, ma impone vincoli stringenti in materia di riservatezza e sicurezza nazionale. Questo solleva interrogativi sulla compatibilità tra innovazione tecnologica e protezione dei diritti digitali, in un contesto europeo sempre più orientato verso una regolamentazione etica dell'IA.

Infine, si discute sull'efficacia degli organismi di vigilanza e sull'adeguatezza delle competenze istituzionali nel monitorare l'adozione dell'IA. L'istituzione di un Osservatorio nazionale è un passo importante, ma resta aperta la questione della *governance* multilivello e della armonizzazione normativa con il regolamento europeo sull'intelligenza artificiale (*AI Act*).

2. *Il debt advice come strumento di sostenibilità sociale*

Il *debt advice* si riferisce all'insieme di attività finalizzate a fornire assistenza personalizzata e trasversale ai soggetti che non sono in grado, o rischiano di non essere in grado, di adempiere ai propri obblighi di pagamento¹⁰.

¹⁰ Sul concetto di *debt advice*, tra gli altri, D. ANTENUCCI e G. CALDARELLI, *Il debt advice per il consumatore: natura, dibattito europeo e implicazioni per l'Italia*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, n. 740, 2022; A. P. SEMINARA, *Stato e prospettive dei servizi di consulenza del debito in Italia. Il ruolo del debt advisor nella gestione della crisi da sovraindebitamento*, in AA.VV., *Studi sul sovraindebitamento*, Torino, 2023; S. STAMP, *The Impact of Debt Advice as a Response to Financial Difficulties in Ireland*, in *Social Policy and Society*, vol. 10, n. 3, 2011, I. MADAKKATEL *et al.*, *Can Personal Budget Management Services Improve Debt Repayments? A Study Using Budget Data*, in *Financial Planning Research Journal*, vol. 8, n. 1, 2022; A. TANDA, *Debt advice in Europe: a*

Tale assistenza si fonda su un approccio integrato – tecnico-operativo, legale, psicologico e sociale – volto a ristrutturare in modo sostenibile la situazione finanziaria del debitore e a prevenire l'aggravarsi della crisi economica personale.

Il *debt advice* si pone come strumento finalizzato a prevenire e gestire la crisi da sovraindebitamento, ponendosi in una posizione intermedia tra le misure preventive - come l'educazione finanziaria e una corretta valutazione del merito creditizio - e le misure riabilitative, come il *debt settlement*¹¹, orientate a ristabilire la stabilità finanziaria del soggetto. In tale prospettiva, il *debt advice* rappresenta un intervento mirato, complementare ad altre misure di supporto, da cui si distingue per il carattere personalizzato, trasversale e centrato sul consumatore¹².

Non rientrano nel perimetro del *debt advice* le attività il cui scopo principale è tutelare gli interessi del creditore, né i servizi di consulenza sul debito rivolti alle imprese, come specificato dalla Direttiva europea n. 1023/2019¹³.

L'accento, dunque, è posto esclusivamente sul sostegno al consumatore, con particolare attenzione alla protezione dei soggetti più vulnerabili.

search of the good practices to fight over-indebtedness, in IRIS / Università di Pavia, 2025; A. P. SEMINARA e P.M. FIORIO, *Stato e prospettive dei servizi di consulenza del debito in Italia. Il ruolo del debt advisor nella gestione della crisi da sovraindebitamento*, in *Sovraindebitamento e consulenza sul debito. Un approccio multidisciplinare all'inclusione finanziaria*, P. FIORIO, U. MALVAGNA ed A. SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), Pisa, 2023.

¹¹ Sul punto, tra gli altri, L. PARRISH, *A Roll of the Dice: Debt Settlement Still a Risky Strategy for Consumers*, in *huduser.gov*, 2016.

¹² In tal senso si vedano, tra i vari, A.P. SEMINARA e P.M. FIORIO, *op. cit.*, che evidenziano come il *debt advice* si collochi in una posizione intermedia tra le misure preventive e quelle riabilitative, svolgendo una funzione di raccordo e accompagnamento del debitore lungo l'intero percorso di gestione della crisi, dalla prevenzione dell'indebitamento patologico fino al recupero della sostenibilità economica personale.

¹³ La Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019, nota anche come *Direttiva Insolvency*, riguarda i quadri di ristrutturazione preventiva, l'esdebitazione e le interdizioni, e le misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione. Essa stabilisce che gli Stati membri devono garantire strumenti di allerta precoce in grado di individuare situazioni di possibile insolvenza e di segnalare tempestivamente al debitore la necessità di intervenire.

Le attività di *debt advice* possono essere svolte da una varietà di soggetti, tra cui associazioni dei consumatori, enti locali che erogano servizi pubblici, organizzazioni pubbliche, consulenti privati, avvocati e organizzazioni non governative. Questa pluralità di attori consente di garantire un'ampia copertura territoriale e di rispondere alle esigenze specifiche dei diversi gruppi di cittadini.

In Italia, tuttavia, l'offerta di servizi di *debt advice* è ancora molto limitata e il settore non è regolamentato in modo uniforme¹⁴. Secondo uno studio pubblicato dalla Banca d'Italia nel 2022¹⁵, il dibattito europeo riguardante i servizi di consulenza per le persone in situazioni di sovraindebitamento evidenzia la necessità di sviluppare strumenti adeguati anche a livello nazionale, con l'obiettivo di proteggere i consumatori e favorire una maggiore inclusione finanziaria¹⁶. La mancanza di una normativa chiara costituisce una sfida significativa, soprattutto alla luce dei cambiamenti nel mercato del lavoro e dell'influenza crescente delle nuove tecnologie, come l'intelligenza artificiale, sui modelli di reddito. Il documento evidenzia che, in caso di obbligo europeo di implementare il *debt advice*, il servizio in Italia dovrebbe essere accessibile su tutto il territorio, gratuito o a basso costo, e fornito da professionisti qualificati.

I soggetti più idonei a erogare il servizio potrebbero essere le associazioni dei consumatori, i comuni e gli Organismi di Composizione della Crisi (OCC). La Banca d'Italia potrebbe avere un ruolo di supporto, formazione e certificazione degli enti erogatori.

Nel 2013, la Commissione Europea ha avviato uno studio volto a mappare la situazione del sovraindebitamento familiare nei diversi Stati membri, analizzandone le cause, gli effetti e gli strumenti messi in atto per affrontarlo. La ricerca, condotta da Civic Consulting insieme al Personal Finance Research Centre dell'Università di Bristol, si basava

¹⁴ Esistono alcuni progetti locali e nazionali, come il centro di consulenza della Caritas a Bolzano, il progetto *Riparto* di Movimento Consumatori e ACLI, e il servizio *WeMi Educazione finanziaria* del Comune di Milano. Questi offrono supporto legale, economico e psicologico ai consumatori sovraindebitati.

¹⁵ Banca d'Italia, nel rapporto *Il debt advice per il consumatore: natura, dibattito europeo e implicazioni per l'Italia*, in *Banca d'Italia – Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, n. 740, dicembre 2022.

¹⁶ In Europa, il *debt advice* è considerato uno strumento efficace per prevenire e gestire il sovraindebitamento, già ben sviluppato in alcuni paesi come Germania, Francia e Regno Unito, ma poco diffuso o assente in altri, tra cui l'Italia.

su interviste a famiglie in difficoltà economica e a operatori coinvolti nella gestione delle crisi in paesi come Francia, Germania, Spagna e Regno Unito¹⁷.

Il sovraindebitamento si verifica quando le famiglie non riescono a far fronte ai propri impegni finanziari, spesso perché l'ammontare dei debiti supera la loro capacità di rimborso. Tra le cause più frequenti si segnalano cattive abitudini nella gestione del denaro, limitata educazione finanziaria, accesso troppo facile al credito, eventi imprevisti come perdita del lavoro, malattie o separazioni, oltre a condizioni socio-economiche svantaggiate come redditi bassi o disoccupazione.

Le conseguenze di questa situazione includono stress e problemi di salute mentale, esclusione sociale e difficoltà di accesso ai servizi finanziari, aumentando il rischio di povertà e disuguaglianze. Lo studio ha evidenziato come sia necessario combinare strumenti preventivi e correttivi: i servizi di consulenza sul debito svolgono un ruolo fondamentale nel supportare le famiglie nella gestione dei debiti e nella pianificazione di strategie sostenibili per superare la crisi. Parallelamente, le procedure formali di composizione della crisi consentono ai debitori di rinegoziare i propri obblighi, talvolta con riduzioni totali o parziali del debito, in modo strutturato e regolamentato.

In Italia, tali indicazioni trovano applicazione nella legge 27 gennaio 2012, n. 3¹⁸ e successivamente nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza¹⁹, che prevedono procedure strutturate di *debt settlement*, ossia piani di ripianamento dei debiti finalizzati a offrire una via d'uscita dalle forme più gravi di sovraindebitamento tramite un piano di pagamenti da effettuare in un determinato periodo di tempo, al termine del quale il debito residuo può essere cancellato. Queste

¹⁷ *The Over-Indebtedness of European Households: Updated Mapping of the Situation, Nature and Causes, Effects and Initiatives for Alleviating Its Impact* ed è stato commissionato dalla European Commission (DG Sanco) nel 2013.

¹⁸ Legge 27 gennaio 2012, n. 3, *Disposizioni in materia di composizione delle crisi da sovraindebitamento e di disciplina del processo civile*, in *Gazzetta Ufficiale*, n. 24 del 30 gennaio 2012.

¹⁹ Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, Decreto legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, in attuazione della Legge 19 ottobre 2017, n. 155, in *Gazzetta Ufficiale*, n. 38 del 14 febbraio 2019.

procedure prevedono spesso il raggiungimento di accordi formali con i creditori, successivamente omologati dall'autorità giudiziaria.

Il *debt advice* si inserisce in questo contesto come intervento di supporto alle famiglie in difficoltà economica, integrandosi sia con le misure preventive – quali un'adeguata valutazione del merito creditizio e un'efficace attività di educazione finanziaria – sia con quelle di tipo riabilitativo, come le procedure di *debt settlement*.

Tuttavia, il *debt advice* ha un campo di azione più ampio e sfumato: non si limita a fornire assistenza legale o economica, ma include anche supporto sociale e psicologico, e non è necessariamente finalizzato al raggiungimento di accordi formali con i creditori. Esso può, ad esempio, guidare le famiglie nella preparazione delle procedure di *debt settlement*, aiutandole a comprendere le proprie opzioni, pianificare percorsi sostenibili di rientro e prendere decisioni informate per ripristinare la stabilità finanziaria.

Queste procedure consentono ai debitori in difficoltà di avviare un percorso di risanamento attraverso la presentazione di un piano di rientro che preveda la soddisfazione parziale o totale dei creditori, eventualmente con la cancellazione del debito residuo al termine del piano. Tali accordi devono essere omologati dall'autorità giudiziaria, che verifica la fattibilità e l'equità del piano proposto.

Il *debt advice* si distingue dalle procedure di *debt settlement* per la sua natura più ampia e flessibile²⁰. Mentre le procedure di *debt settlement* sono formalizzate e giuridicamente vincolanti, il *debt advice* offre un supporto informale ma fondamentale, aiutando le famiglie a orientarsi nel complesso panorama delle opzioni disponibili. Esso non si limita a fornire informazioni, ma si propone come un accompagnamento continuo, che considera le specifiche esigenze e circostanze di ciascun individuo o nucleo familiare.

Inoltre, il *debt advice* può svolgere un ruolo preventivo, intervenendo prima che la situazione di sovraindebitamento diventi critica. In questo senso, esso si configura come uno strumento di protezione sociale, contribuendo a ridurre il rischio di esclusione

²⁰ Sul punto, si veda, tra gli altri, BANCA D'ITALIA, *Dipartimento Tutela della clientela ed educazione finanziaria*, in *Questioni di Economia e Finanza Occasional Papers*, n. 740, 2022; F. PIROZZI, *La disciplina del sovraindebitamento, alla luce del nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza, tra passato e futuro*, in *Innovazione e diritto*, 2019.

finanziaria e a promuovere l'inclusione sociale ed economica delle famiglie vulnerabili²¹.

Un'analisi condotta da Banca d'Italia esamina le esperienze di diversi ordinamenti giuridici con uno studio comparato che evidenzia le diverse modalità con cui alcuni paesi affrontano il fenomeno del sovraindebitamento²². L'analisi prende avvio dal contesto europeo, con l'obiettivo di offrire una panoramica comparativa delle pratiche adottate in diversi Paesi dell'Unione Europea, tra cui Regno Unito, Norvegia, Francia e Germania. Lo scopo principale dello studio è comprendere come i diversi sistemi giuridici affrontino il problema del sovraindebitamento e quali strumenti vengano messi a disposizione dei consumatori per prevenire e gestire situazioni di crisi finanziaria.

Nel Regno Unito, il *debt advice* è organizzato attraverso una rete consolidata di enti non profit, che operano in stretta collaborazione con le istituzioni pubbliche e sono regolamentati da un quadro normativo chiaro. Tale sistema permette ai cittadini di accedere a servizi di consulenza gratuiti o a basso costo, in cui vengono fornite informazioni finanziarie, supporto nella ristrutturazione dei debiti e orientamento verso procedure formali di risoluzione del sovraindebitamento. L'approccio britannico si caratterizza per la sua capacità di combinare misure preventive e strumenti correttivi: da un lato, l'educazione finanziaria e la pianificazione economica mirano a prevenire l'insorgere di problemi debitori; dall'altro, i servizi di consulenza supportano concretamente le famiglie che si trovano già in difficoltà, facilitando l'accesso a soluzioni sostenibili per il rientro dai debiti²³.

L'esperienza britannica si distingue per la capacità di integrare misure preventive con interventi correttivi: da un lato, programmi di educazione finanziaria e strumenti di pianificazione economica puntano

²¹ Sul tema del *debt advice* e delle procedure di *debt settlement*, nonché sulle relative differenze e complementarità tra interventi preventivi e riabilitativi, si veda, tra gli altri, S. DAVIES, *Debt Advice: A Scoping Study for Measuring Outcomes*, Bristol, 2016; L. ANDERLONI e D. VANDONE, *Households Over-indebtedness in the Economic Literature*, in *Università degli Studi di Milano Working Papers*, n. 2008-46, 2008.

²² BANCA D'ITALIA, *Il debt advice per il consumatore: natura, dibattito europeo e implicazioni per l'Italia*, cit.

²³ Sul punto, tra i vari, CITIZENS ADVICE BROXTOWE, *Debt & Financial Resilience Report*, 15 dicembre 2021, disponibile su: <https://citizensadvicebroxtowe.org.uk/wp-content/uploads/2021/12/Debt-Financial-Resilience-Report-V2-15122021.pdf>.

a ridurre il rischio che le famiglie si trovino in difficoltà finanziarie; dall'altro, i servizi di consulenza forniscono un supporto concreto a chi è già in una situazione debitoria complessa, guidandolo verso soluzioni sostenibili e percorsi formalizzati di rientro dai debiti. In questo modo, il sistema britannico riesce a coniugare prevenzione, assistenza immediata e gestione strutturata del sovraindebitamento.

In Norvegia, la strategia adottata è maggiormente focalizzata sulla prevenzione del sovraindebitamento. Le iniziative locali e nazionali puntano a favorire l'inclusione finanziaria attraverso programmi educativi e consulenze preventive, incoraggiando comportamenti finanziari responsabili e riducendo il rischio che i cittadini si trovino in situazioni economiche critiche. Sebbene meno formalizzato rispetto al modello britannico, l'approccio norvegese si dimostra efficace nel promuovere una cultura della responsabilità finanziaria e nel proteggere i consumatori attraverso strumenti educativi e di supporto proattivo²⁴.

Pur essendo meno strutturato e formalizzato rispetto al modello britannico, il sistema norvegese dimostra una notevole efficacia nel promuovere una cultura della responsabilità finanziaria. Le autorità e le organizzazioni locali contribuiscono a proteggere i consumatori promuovendo strumenti educativi mirati e un supporto proattivo; fornendo indicazioni e strumenti utili per gestire in modo corretto le proprie risorse e prevenire il ricorso a soluzioni debitorie estreme. Questo approccio pone l'accento sulla sensibilizzazione e sull'autonomia finanziaria dei cittadini, piuttosto che sull'intervento diretto nei casi di sovraindebitamento già consolidato.

Per quanto concerne l'Italia, si evidenzia che la rete di servizi di consulenza sul debito è ancora limitata e poco strutturata. Pur esistendo strumenti legislativi per affrontare il sovraindebitamento, l'accesso a consulenze specialistiche rimane ridotto. La mancanza di una rete coordinata e l'assenza di linee guida uniformi rappresentano ostacoli significativi per la tutela dei consumatori e per l'inclusione finanziaria. Emerge con sempre maggiore urgenza la necessità di sviluppare servizi di consulenza più accessibili ed efficaci, capaci di fornire supporto

²⁴ Sul punto, tra i vari, OECD, *Financial Education in Europe: Trends and Lessons*, OECD Publishing, Paris, 2017.

preventivo e interventi concreti per affrontare le difficoltà economiche delle famiglie.

Si evidenzia la necessità di creare una rete coordinata di professionisti specializzati, capace di garantire un'assistenza tempestiva e di qualità ai cittadini in difficoltà finanziaria. Parallelamente, viene sottolineata l'importanza di assicurare una formazione approfondita e continuativa per i consulenti, affinché siano aggiornati sulle normative vigenti, sulle migliori pratiche di gestione del debito e sugli strumenti di supporto disponibili.

Un altro aspetto chiave riguarda l'introduzione di strumenti di allerta precoce, che consentano di individuare in anticipo situazioni di sovraindebitamento e di intervenire prima che le difficoltà economiche diventino insormontabili. Questi strumenti, combinati con programmi mirati di educazione finanziaria, permetterebbero di sensibilizzare le famiglie su comportamenti economici responsabili e di promuovere una maggiore consapevolezza nella gestione delle proprie risorse.

Si evidenzia inoltre la necessità di sviluppare un approccio integrato che coniughi misure preventive e correttive. In questo modo, le famiglie potrebbero beneficiare sia di strumenti di protezione immediata, capaci di alleviare le difficoltà nel breve termine, sia di percorsi strutturati di recupero sostenibile, in grado di favorire un riequilibrio finanziario duraturo. Questo aiuterebbe a risolvere le criticità presenti, ma contribuirebbe anche a ridurre il rischio di crisi future, promuovendo stabilità economica e sicurezza sociale.

3. La direttiva sul credito ai consumatori: un passo importante nella tutela dei cittadini e nella gestione del sovraindebitamento

La Direttiva 2023/2225/UE, conosciuta come *Consumer Credit Directive II* (CCD II)²⁵, rappresenta un aggiornamento significativo

²⁵ Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE (cd. *Consumer Credit Directive 2*, o CCD2). La CCD2 si inserisce pienamente nel quadro dell'Agenda dei Consumatori 2020-2025 dell'Unione europea,

della normativa europea in materia di contratti di credito ai consumatori. È volta a rendere la tutela del consumatore più adeguata ai tempi, più trasparente e maggiormente armonizzata e costituisce un passo importante nella tutela dei cittadini e nella gestione del sovraindebitamento²⁶. Adottata il 18 ottobre 2023, questa abroga la precedente Direttiva 2008/48/CE, con l'obiettivo principale di creare un quadro normativo uniforme tra gli Stati membri²⁷, di rafforzare la protezione dei consumatori, migliorare la trasparenza del mercato e adattarsi alle nuove realtà digitali e ai modelli di credito innovativi.

Si tratta di un intervento normativo di rilievo nel contesto della protezione dei consumatori europei, in particolare di quelli che si trovano in condizioni di vulnerabilità economica. Essa si inserisce in una più ampia strategia dell'Unione volta a promuovere l'inclusione finanziaria e a contrastare il fenomeno del sovraindebitamento, non solo attraverso misure di contenimento, ma anche mediante strumenti di accompagnamento e supporto personalizzato. Emerge una concezione del debito non più intesa esclusivamente come obbligazione da

approvata dalla Commissione nel novembre 2020, che prevede una serie di iniziative volte a rafforzare la tutela e la capacità di adattamento dei consumatori, rispetto anche alle sfide poste dall'innovazione tecnologica. Per un'analisi sul punto, tra i vari, T. RUMI, *La terza direttiva sul credito al consumo ed il rimborso anticipato del credito*, in *Jus civile*, 2023; A. PEZZUTO, *La nuova disciplina europea sul credito al consumo*, in *Studio Legale Tidona*, 2023; E. NATALE e M. TAFURO, *CCD II: la nuova direttiva sul credito al consumo*, in *dirittobancario.it*, 2023; E. TARANTINO, *Pubblicata in Gazzetta Ufficiale UE la Direttiva 2023/2225/UE sul credito al consumo*, in *Diritto del Risparmio*, 2023; MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Consultazione pubblica sul recepimento della Direttiva (UE) 2023/2225*, 2024.

²⁶ Direttiva (UE) 2023/2225 del Parlamento europeo e del Consiglio, che rivede e sostituisce la precedente Direttiva 2008/48/CE sul credito ai consumatori.

²⁷ Considerando n. 13, Direttiva (UE) 2023/2225. In Europa, i servizi di consulenza sul debito sono strutturati in modi molto diversi, adattandosi alle specificità di ciascun paese. In Germania, sono considerati parte integrante dei servizi pubblici e vengono gestiti dagli enti locali, con finanziamenti pubblici che assicurano qualità e accesso gratuito. In Portogallo, l'ente di vigilanza finanziaria lavora fianco a fianco con esperti del settore, garantendo formazione e controllo. Il Belgio adotta un modello misto, dove i fondi provengono sia dallo Stato (attraverso le bollette energetiche) sia da fonti private, mantenendo però l'autonomia del servizio. In Repubblica Ceca, un'iniziativa congiunta tra una banca e un'associazione di consumatori riceve fondi quasi interamente dai creditori, ma conserva una certa indipendenza. In Irlanda, invece, un'organizzazione sostenuta da tre banche offre consulenza a costi contenuti o gratuitamente, operando in modo autonomo.

adempiere, ma come elemento da osservare in un approccio multidimensionale, che tiene conto anche dei profili di sostenibilità sociale e dell'impatto sulle comunità di riferimento²⁸.

Gli obiettivi della CCD2 sono conformi all'Agenda dei Consumatori 2020-2025 dell'Unione europea, adottata dalla Commissione europea nel novembre 2020. Le principali novità riguardano l'estensione dell'ambito di applicazione, la trasparenza informativa, la disciplina della pubblicità e delle pratiche commerciali, la valutazione del merito creditizio e l'inclusione delle nuove forme di credito al consumo digitali. Sono esclusi, dall'applicazione della Direttiva, i contratti garantiti da ipoteche, i crediti concessi dai datori di lavoro a condizioni agevolate e i contratti di credito per importi superiori a 100.000 euro, salvo alcune eccezioni²⁹.

La direttiva, in particolare, introduce disposizioni *ad hoc* in tema di educazione finanziaria, nonché di servizi di consulenza sul debito per i consumatori che versino in uno stato, anche solo potenziale, di difficoltà ad adempiere ai propri impegni finanziari. Inoltre, affina la disciplina delle misure di tolleranza volte ad affrontare in maniera proattiva il rischio di credito emergente prima dell'avvio di procedimenti esecutivi.

L'art. 3 definisce i «servizi di consulenza» al punto 17 come «le raccomandazioni personalizzate fornite a un consumatore in merito a una o più operazioni relative a contratti di credito e che costituiscono un'attività separata rispetto alla concessione del credito e alle attività di intermediazione del credito». Il punto 22, invece, chiarisce che per «servizio di consulenza sul debito» si intende l'«assistenza personalizzata di natura tecnica, giuridica o psicologica fornita da operatori professionali indipendenti che non sono, in particolare, creditori o intermediari del credito quali definiti nella presente direttiva

²⁸ In letteratura per un approfondimento, V.P. ROTT, *Consumer Credit Regulation after the Financial Crisis*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011, 227 ss.; G. DE CRISTOFARO, *Credito al consumo e nuovi modelli di intermediazione: verso una disciplina europea più inclusiva*, in *Contr. Impr. Eur.*, 2022, 145 ss. M. LOOS e J. LUZAK, *Transparency of Consumer Credit Agreements in the EU: An Empirical Study*, in *European Review of Private Law*, 2016, 855 ss.

²⁹ Considerando n. 20, Direttiva (UE) 2023/2225.

o acquirenti di crediti o gestori di crediti³⁰, a consumatori che incontrano o potrebbero incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari».

Particolare interessante il considerando n. 50 il quale chiarisce che prestare consulenza sotto forma di raccomandazioni personalizzate, vale a dire servizi di consulenza, costituisce un'attività che può essere combinata con altri aspetti della concessione o intermediazione del credito. Non esistono pertanto preclusioni a riguardo da parte del legislatore europeo.

Viene precisato tuttavia che per poter comprendere la natura dei servizi loro offerti, i consumatori dovrebbero sapere in che cosa consistono i servizi di consulenza, e se tali servizi sono o possono essere forniti loro o meno. Ciascun Paese è pertanto chiamato a fare chiarezza al riguardo nell'utilizzo dei termini, di modo da poter rendere edotti i consumatori dei soggetti prestatori dei servizi di consulenza, garantendo ove possibile indipendenza nella fornitura del servizio. Viene infatti precisato che, considerata l'importanza che i consumatori attribuiscono ai termini «consulenza» e «consulenti», gli Stati membri dovrebbero poter *vietare* l'uso dei termini stessi o di termini analoghi nei casi in cui i servizi di consulenza siano prestati ai consumatori da creditori o intermediari del credito. È opportuno provvedere a che gli Stati membri impongano *garanzie* nei casi in cui la consulenza è descritta come *indipendente*, al fine di assicurare che la gamma di prodotti considerata e le modalità di remunerazione siano commisurate alle aspettative dei consumatori riguardo a tali consulenze.

Nel prestare servizi di consulenza i creditori o gli intermediari del credito dovrebbero indicare se la *raccomandazione* sarà basata solo sulla propria gamma di prodotti o su un'ampia gamma di prodotti fra quelli reperibili sul mercato, in modo che il consumatore possa comprendere su che base la raccomandazione è effettuata.

Altro elemento importante riguarda il costo del servizio a carico dei consumatori. Si legge al riguardo che il creditore e l'intermediario del credito dovrebbero fornire un'indicazione del *compenso* dovuto dal consumatore per i servizi di consulenza o, qualora al momento della

³⁰ Quali definiti all'articolo 3, punti 6) e 8), della Direttiva (UE) 2021/2167 del Parlamento europeo e del Consiglio.

comunicazione l'importo non possa essere stabilito, il *metodo* utilizzato per calcolarlo.

La consulenza dovrebbe sempre essere fornita *nell'interesse del consumatore*, da parte di consulenti che si informino in merito ai bisogni e alla situazione del consumatore e raccomandino contratti di credito adeguati alle esigenze, alla situazione finanziaria e alle circostanze personali dello stesso, tenendo presente anche l'obiettivo di ridurre al minimo gli inadempimenti e gli arretrati di pagamento. Inoltre, nel fornire consulenza dovrebbe essere preso in considerazione un numero sufficientemente ampio di contratti di credito nella gamma di prodotti del consulente.

Il legislatore europeo sembra consapevole dell'importanza del servizio di consulenza per rafforzare la posizione del consumatore. Eppure nel contempo utilizza termini incerti da cui traspare una certa timidezza nel definire anche i principi generali cui gli Stati membri sono chiamati ad improntare la propria disciplina nazionale. Si pensi al considerando n. 63, nel quale viene chiarito che in caso di sconfinamento consistente che si protragga per oltre un mese, il creditore dovrebbe comunicare senza indugio al consumatore informazioni in merito, compresi l'importo interessato, il tasso debitore ed eventuali penali, spese o interessi di mora applicabili. Da una parte si afferma che, in caso di sconfinamento regolare, «*il creditore dovrebbe offrire al consumatore servizi di consulenza [...] per aiutarlo a individuare alternative meno dispendiose*», dall'altro inserisce l'inciso «*laddove disponibili*». Non è chiaro pertanto se i creditori debbano o meno essere chiamati ad offrire servizi di consulenza. Parrebbe tuttavia che siano tenuti a reindirizzare il consumatore verso servizi di consulenza sul debito offerti da altri.

D'altro canto ci si attende che il quadro regolatorio europeo dia ai consumatori fiducia nel fatto che i creditori e gli intermediari del credito tengono conto degli interessi del consumatore, compresi la sua eventuale vulnerabilità e le sue difficoltà a comprendere il prodotto, sulla base delle informazioni a disposizione del creditore o dell'intermediario del credito nel momento considerato e di ipotesi ragionevoli circa i rischi cui è esposta la situazione del consumatore per tutta la durata del contratto di credito proposto. Il legislatore europeo ricorda che per assicurarsi la fiducia dei consumatori è essenziale garantire un elevato livello di equità, onestà e professionalità nel

settore, che implica tra le altre cose un comportamento responsabile volto ad evitare pratiche con un impatto negativo sui consumatori, e un'appropriata gestione dei conflitti d'interesse, compresi quelli legati alla remunerazione, nonché la fornitura di consulenza nel migliore interesse del consumatore.

Secondo il considerando n. 81 della Direttiva (UE) 2023/2225, i consumatori che si trovano in difficoltà nel rispettare gli impegni finanziari possono ricevere supporto specializzato per gestire i propri debiti. Queste difficoltà possono manifestarsi in diverse forme, come ad esempio il mancato pagamento di un debito per oltre 90 giorni.

I servizi di consulenza sul debito hanno l'obiettivo di aiutare le persone in situazioni finanziarie critiche, guidandole nel rimborso dei debiti in modo sostenibile, senza compromettere la qualità della vita o la dignità personale. Questo tipo di assistenza, che deve essere indipendente e su misura, può includere supporto legale, consulenza sulla gestione del denaro e del debito, oltre ad aiuti di tipo sociale e psicologico.

Tali servizi devono essere forniti da professionisti indipendenti, non legati a banche, intermediari finanziari, piattaforme di *crowdfunding*, gestori o acquirenti di crediti. Gli Stati membri sono tenuti a garantire che questi servizi siano disponibili per i consumatori, direttamente o indirettamente, e a costi contenuti. In linea generale, le spese dovrebbero coprire solo i costi operativi, evitando oneri aggiuntivi per chi è già in difficoltà.

Idealmente, i consumatori dovrebbero essere indirizzati verso la consulenza sul debito prima che vengano avviate azioni legali o esecutive. I servizi devono essere facilmente accessibili, tenendo conto della lingua e del luogo di residenza dell'utente.

Gli Stati membri possono stabilire requisiti specifici per questi servizi. Anche i creditori hanno un ruolo importante nella prevenzione del sovraindebitamento: dovrebbero adottare politiche e procedure per identificare tempestivamente i clienti in difficoltà e indirizzarli verso servizi di consulenza adeguati e facilmente raggiungibili.

La previsione di servizi di consulenza sul debito, accessibili e indipendenti, risponde all'esigenza di garantire ai consumatori un sostegno concreto nella gestione delle proprie difficoltà finanziarie. Tali servizi, che possono includere assistenza legale, sociale e psicologica, devono essere erogati da soggetti privi di legami con il

sistema creditizio, al fine di preservare l'imparzialità e l'autonomia del percorso di recupero. La direttiva, in tal senso, si distingue per la sua attenzione alla neutralità degli operatori, escludendo esplicitamente creditori, intermediari e gestori di crediti dalla possibilità di fornire consulenza, e riaffermando il principio secondo cui il supporto al debitore deve essere libero da conflitti di interesse.

Particolare rilievo assume il tema dell'accessibilità economica e territoriale dei servizi. La direttiva impone agli Stati membri di garantirne la disponibilità con costi contenuti, limitati ai soli oneri operativi, evitando così che il peso economico dell'assistenza si traduca in un ulteriore ostacolo per chi già versa in condizioni di fragilità. L'attenzione alla lingua e al luogo di residenza del consumatore riflette una sensibilità verso le diversità culturali e geografiche, e contribuisce a rendere l'intervento realmente inclusivo.

Non meno importante è il ruolo attribuito ai creditori nella fase preventiva. Essi sono chiamati a dotarsi di strumenti e procedure per l'individuazione tempestiva dei segnali di difficoltà, al fine di orientare il consumatore verso percorsi di consulenza prima che si giunga all'attivazione di misure esecutive. Questo orientamento rivela una visione evoluta del rapporto creditizio, in cui la responsabilità del creditore non si esaurisce nella concessione del credito, ma si estende alla gestione sostenibile del rapporto nel tempo.

Infine, la direttiva lascia agli Stati membri un margine di autonomia nella definizione dei requisiti specifici per i servizi di consulenza, riconoscendo la necessità di adattare l'intervento alle peculiarità normative e sociali di ciascun contesto nazionale. Tale flessibilità, lungi dal compromettere l'uniformità dell'approccio europeo, ne rafforza la capacità di incidere efficacemente sulle realtà locali.

L'art. 36 della Direttiva introduce l'obbligo per gli Stati membri di garantire la disponibilità di servizi di consulenza sul debito per i consumatori che incontrano difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari. Tali servizi devono essere forniti da operatori professionali indipendenti, ovvero soggetti che non siano creditori, intermediari del credito, gestori o acquirenti di crediti. L'indipendenza è un requisito essenziale per assicurare che la consulenza sia imparziale e orientata al benessere del consumatore. Inoltre, si stabilisce che i servizi devono essere accessibili direttamente o indirettamente, e che le eventuali spese a carico del consumatore devono essere limitate ai soli costi operativi,

evitando oneri ingiustificati. Questo principio mira a tutelare i soggetti più vulnerabili, garantendo che l'accesso all'assistenza non sia ostacolato da barriere economiche.

L'art. 37 rafforza il ruolo dei creditori nella prevenzione del sovraindebitamento, prevedendo che essi adottino procedure e politiche per individuare tempestivamente i consumatori in difficoltà. Una volta individuati, i consumatori devono essere indirizzati verso servizi di consulenza sul debito prima dell'avvio di procedimenti esecutivi. Questo passaggio è cruciale per promuovere una gestione preventiva e responsabile del credito, riducendo il rischio di *escalation* del debito. Entrambe le disposizioni si inseriscono in una visione integrata della tutela del consumatore, che non si limita alla regolazione del contratto di credito, ma si estende alla gestione delle conseguenze economiche e sociali del sovraindebitamento. Ancora una volta emerge una visione più articolata del debito, che richiede strumenti di intervento multidisciplinari e coordinati.

4. *Il decreto di recepimento*

La direttiva è destinata ad avere un impatto importante anche in quei Paesi come l'Italia che fino ad oggi non hanno avuto una disciplina specifica, né un'applicazione pratica estesa del *debt advice*. L'entità dell'impatto dipenderà dal recepimento che se ne farà, che potrà condizionare l'effetto sul mercato del credito, sia in termini di tutela dei consumatori, che di accesso al credito.

La facoltà riconosciuta agli Stati membri e ai decisori politici locali di modulare l'attuazione della norma secondo specificità nazionali, sebbene coerente con il principio di sussidiarietà, rischia di compromettere il livello di armonizzazione sostanziale perseguito dal legislatore europeo. Tale margine di discrezionalità può infatti tradursi in significative divergenze applicative tra ordinamenti, con effetti potenzialmente distorsivi per gli operatori economici e per i consumatori. In un contesto caratterizzato dalla crescente diffusione delle tecnologie digitali e dall'emergere di nuovi modelli di intermediazione, l'assenza di uniformità regolativa potrebbe accentuare le disuguaglianze di accesso e di tutela, minando l'efficacia complessiva della disciplina comune.

Il legislatore italiano si muove in continuità con l'impianto europeo, ma valorizza strumenti già presenti nel sistema nazionale, integrandoli con nuovi obblighi di trasparenza e prevenzione. Il decreto amplia significativamente la tutela dei consumatori nel settore del credito, estendendo l'applicazione della direttiva ai prestiti d'importo ridotto e a quelli elevati; rafforza gli obblighi informativi precontrattuali e la fase di valutazione del merito creditizio, specialmente per i contratti conclusi a distanza. Mira a costruire un ecosistema di supporto al debitore che sia coerente con i principi di dignità, inclusione e sostenibilità finanziaria promossi dalla direttiva. Si tratta di un passaggio significativo nell'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle nuove disposizioni europee in materia di credito al consumo e tutela dei consumatori in difficoltà finanziaria.

La Legge n. 91/2025 ha affidato al Governo il compito di disciplinare i servizi di consulenza sul debito, senza tuttavia prevedere specifici finanziamenti. Nella delega al Governo italiano si fa riferimento, tra le altre cose, all'esigenza di individuare i soggetti che possono prestare i servizi di consulenza sul debito previsti dall'art. 36 della CCD2, definendo le caratteristiche, le modalità di prestazione di tali servizi e le eventuali spese limitate a carico dei consumatori, tenendo conto, in particolare, dell'obiettivo di assicurare un servizio indipendente e di elevata qualità. Un elemento cruciale è anche l'introduzione dell'accesso gratuito a servizi di consulenza sul debito per i consumatori in difficoltà, erogati anche da enti del terzo settore.

Lo schema italiano di decreto legislativo, pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) per consultazione pubblica, recepisce tali principi all'interno di un impianto normativo che si coordina con la disciplina nazionale già esistente, in particolare con la legge n. 3/2012, confluita nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza e con le disposizioni del Testo Unico Bancario.

Il documento posto in consultazione si interroga su una serie di elementi: *a)* le categorie di *soggetti* (pubblici o privati) più idonee ad offrire questa nuova tipologia di servizi ai consumatori, tenuto conto della necessità che tali servizi siano facilmente accessibili ed erogati da operatori professionali indipendenti chiaramente individuabili da creditori e consumatori; *b)* la necessità di definire dei *requisiti* specifici per l'accesso al servizio di consulenza (ad esempio, individuazione di forme di difficoltà finanziaria o livelli di indebitamento rilevanti,

restrizione del servizio solo a determinate tipologie di contratti di credito o categorie di debitori); *c)* la possibilità per i soggetti individuati di imporre degli *oneri* a carico del consumatore – a copertura dei soli costi operativi del servizio – ed indicare le relative modalità di applicazione di tali spese; *d)* la possibilità di prevedere la copertura dei costi del servizio anche con *contributi* a carico dei soggetti finanziatori; *e)* la necessità che i dipendenti e/o i collaboratori dei soggetti erogatori del servizio siano adeguatamente *formati* all'erogazione dei servizi di consulenza sul debito e soggetti ad obblighi di aggiornamento professionale periodico.

Si chiarisce che il “servizio di consulenza sul debito” indica l'assistenza personalizzata di natura tecnica, giuridica o psicologica fornita da operatori professionali indipendenti che non sono, in particolare, finanziatori o intermediari del credito, o gestori di crediti in sofferenza o acquirenti di crediti in sofferenza, a consumatori che incontrano o potrebbero incontrare difficoltà nel rispettare i propri impegni finanziari.

Lo schema recepisce i principi contenuti negli artt. 36 e 37 della direttiva, introducendo obblighi per gli operatori del credito e per le istituzioni pubbliche volti a garantire l'accesso a servizi di consulenza indipendenti, qualificati e accessibili. Viene ribadita la necessità che tali servizi siano forniti da soggetti terzi rispetto ai creditori, escludendo espressamente banche, intermediari finanziari, gestori e acquirenti di crediti. Il principio di indipendenza, già presente nella normativa europea, viene rafforzato nel contesto italiano attraverso l'individuazione di requisiti professionali e deontologici per gli enti erogatori. Tale previsione mira a evitare conflitti di interesse e a tutelare l'imparzialità del supporto fornito al consumatore. Tuttavia, la definizione dei requisiti professionali e deontologici degli enti erogatori rimane un nodo da sciogliere, soprattutto in vista di una possibile apertura a soggetti del terzo settore e a enti locali.

Nel definire le modalità di organizzazione e di erogazione l'esperienza maturata in altri paesi varia molto da caso a caso. In alcuni casi, tali servizi sono gestiti direttamente da enti pubblici locali e rientrano nelle politiche di *welfare*, finanziati quindi con fondi pubblici. In altri contesti, invece, si è scelto di adottare modelli privati o misti, affidando la consulenza a ONG, associazioni di tutela dei consumatori, studi professionali o a organizzazioni nate dalla collaborazione tra

soggetti pubblici e privati. È possibile e necessario mantenere l'indipendenza operativa dei consulenti e, allo stesso tempo, assicurare la sostenibilità economica dei servizi, evitando di gravare interamente sui cittadini e preservando elevati standard qualitativi nell'assistenza offerta³¹.

La bozza prevede che tali servizi siano erogati da soggetti privi di scopo di lucro, dotati di comprovata esperienza nella tutela dei consumatori e nella gestione delle situazioni di indebitamento. A tal fine, si valorizza il ruolo delle associazioni dei consumatori, delle fondazioni antiusura e degli enti del Terzo settore, nonché degli organismi di composizione della crisi da sovraindebitamento (OCC), già operativi ai sensi del D.lgs. n. 14/2019. Questi ultimi, in particolare, vengono individuati come attori chiave nella rete di supporto, in virtù della loro funzione di mediazione tra debitori e creditori e della loro competenza tecnica nella predisposizione di piani di rientro sostenibili. Il decreto stabilisce inoltre che l'accesso ai servizi debba essere garantito su tutto il territorio nazionale, anche attraverso forme di collaborazione con le amministrazioni locali. È previsto un sistema di accreditamento e vigilanza per i soggetti erogatori, al fine di assicurare standard qualitativi omogenei e il rispetto dei requisiti di indipendenza, trasparenza e professionalità.

Quanto alle *modalità di erogazione* dei servizi si auspica la definizione di un percorso integrato, comprendente consulenza legale, pianificazione del rimborso dei debiti, e – ove necessario – anche sostegno sociale e psicologico. Gli interventi dovrebbero essere adattati alle specifiche esigenze del consumatore, mantenendo elevati standard di professionalità e imparzialità. La flessibilità risulta essenziale: le consulenze possono essere erogate sia in presenza sia attraverso strumenti digitali, come *call center*, piattaforme *online* o applicazioni dedicate. Ciò riduce le barriere geografiche e psicologiche e favorisce l'accesso anche a chi potrebbe sentirsi intimorito o imbarazzato nel chiedere aiuto, consentendo interventi tempestivi prima che le difficoltà finanziarie degenerino.

³¹ Sul punto, tra gli altri, A. TANDA e D. VANDONE, *Debt advice in Europe: a search of the good practices to fight over-indebtedness*, in *Qualitative Research in Financial Markets*, vol. 17, n. 3, 2024, 604-631.

Lo schema prevede inoltre che i servizi di consulenza siano resi disponibili con costi contenuti, eventualmente sostenuti da fondi pubblici o da convenzioni con enti del terzo settore. Tale previsione si colloca nel solco della giurisprudenza costituzionale italiana che riconosce il diritto all'assistenza sociale come espressione del principio di solidarietà (art. 2 Cost.) e della tutela della dignità umana (art. 3 Cost.).

Un elemento di rilievo è l'integrazione tra i nuovi servizi di consulenza e gli organismi di composizione della crisi da sovraindebitamento, già previsti dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Questi soggetti con la loro presenza capillare sul territorio e alla prossimità con i cittadini, potrebbero essere incaricati di offrire attività di consulenza preventiva sul debito, anche attraverso sportelli locali istituiti in collaborazione con i Comuni. Tale modello favorirebbe una maggiore accessibilità dei servizi, la riduzione delle asimmetrie informative e una più efficace prevenzione delle situazioni di indebitamento eccessivo.

Lo schema di decreto intende valorizzare tali organismi come snodi operativi per la gestione delle situazioni di difficoltà, ampliandone le funzioni e rafforzandone il ruolo di mediazione tra consumatori e creditori. Gli organismi di composizione della crisi da sovraindebitamento (OCC) assumono un ruolo centrale nella nuova architettura normativa dedicata alla tutela dei consumatori in difficoltà finanziaria. Già disciplinati dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza³², vengono ora valorizzati come interfaccia operativa privilegiata per l'erogazione dei servizi di consulenza sul debito previsti dalla direttiva. Lo schema di decreto legislativo italiano, in linea con la direttiva, attribuisce agli OCC funzioni che vanno oltre la mera gestione delle procedure di composizione della crisi, estendendosi alla prevenzione del sovraindebitamento, alla consulenza personalizzata e all'educazione finanziaria.

Dal punto di vista giuridico, questa evoluzione comporta una ridefinizione del ruolo degli OCC, da soggetti tecnici incaricati di

³² La disciplina normativa degli OCC trova fondamento nell'art. 15 della Legge n. 3/2012, successivamente confluito nel Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (D.lgs. n. 14/2019). A livello regolamentare, il riferimento principale è il D.M. 24 settembre 2014, n. 202, che definisce i requisiti per l'iscrizione al registro tenuto dal Ministero della Giustizia e le modalità di funzionamento degli organismi.

gestire procedure concorsuali semplificate, essi diventano attori del *welfare* finanziario, chiamati a collaborare con enti pubblici, associazioni del terzo settore e intermediari del credito per intercettare precocemente le situazioni di disagio e offrire soluzioni sostenibili. Lo schema prevede che gli OCC possano essere destinatari di risorse pubbliche e operare in convenzione con le amministrazioni locali, rafforzando così il principio di sussidiarietà e territorialità.

Si introducono obblighi di segnalazione e collaborazione tra i creditori e gli OCC. È previsto che gli intermediari finanziari attivino procedure interne per individuare tempestivamente i consumatori in difficoltà e indirizzarli verso gli organismi competenti. Questo meccanismo di *referral* anticipato mira a evitare l'*escalation* del debito e a promuovere una gestione consensuale e non contenziosa delle situazioni di crisi.

L'integrazione degli OCC nel sistema di consulenza sul debito si pone in continuità con l'impianto normativo esistente, che già riconosce agli OCC un ruolo nella composizione delle crisi personali, ma innova in quanto propone una prospettiva nuova di sviluppo che tiene conto di una funzione sociale più ampia. Ciò contribuisce a definire e dare contenuto alla tutela del debitore, che così assume una dimensione sistemica e multidisciplinare.

Dal punto di vista procedurale, lo schema introduce obblighi informativi a carico degli intermediari del credito, che devono segnalare ai consumatori la possibilità di accedere ai servizi di consulenza prima dell'avvio di azioni esecutive. Questa previsione si ispira al principio di prevenzione del sovraindebitamento e mira a favorire una gestione anticipata e consensuale delle situazioni di crisi. Si lascia spazio a interventi regionali e locali, riconoscendo la competenza delle Regioni e degli enti territoriali nella promozione e nel finanziamento dei servizi di consulenza. Tale apertura riflette il modello di sussidiarietà verticale previsto dall'art. 118 della Costituzione, e consente una maggiore aderenza alle specificità territoriali.

5. *Questioni aperte, riflessioni e proposte*

Lo schema di recepimento italiano si presenta come un tentativo ambizioso di armonizzazione tra diritto europeo e diritto interno, ma solleva una serie di questioni giuridiche che richiedono un approfondimento sistematico in sede interpretativa al fine di definire un

modello di consulenza sul debito conforme ai principi europei e nel contempo coerente con le peculiarità nazionali.

Le questioni restano quelle evidenziate dai primi commentatori della direttiva, richiamate anche dal Ministero dell'Economia delle Finanze nella fase di consultazione e attengono, quanto al servizio di *debt advice* in senso stretto, 1) all'individuazione dei soggetti erogatori del servizio, alla definizione dei requisiti specifici per l'accesso al servizio di consulenza, alla formazione professionale e alla certificazione degli stessi; 2) alle modalità di erogazione del servizio; 3) alle fonti di finanziamento del servizio e alla questione se sia o meno opportuno scaricare una parte degli oneri sul consumatore, ovvero gravare su fondi pubblici o privati.

Quanto alla fase c.d. preventiva a monte, che dovrebbe fungere da argine al tema del sovraindebitamento, rilevante è il ruolo di prevenzione attribuito ai creditori, che introduce un elemento di responsabilizzazione del sistema creditizio. Gli intermediari sono chiamati a individuare tempestivamente i segnali di difficoltà e ad indirizzare i consumatori verso i servizi di consulenza. Questo meccanismo è coerente con la logica preventiva della direttiva, ma pone temi di coordinamento, trasparenza e responsabilità. Se correttamente implementato, il meccanismo può contribuire a ridurre il contenzioso e a promuovere una gestione consensuale delle crisi. Tuttavia, sarebbe opportuno chiarire se l'omessa segnalazione da parte del creditore possa integrare una forma di responsabilità contrattuale o extracontrattuale, e quali siano gli strumenti di controllo e monitoraggio previsti. La fase a monte e quella a valle sono collegate e necessitano di essere disciplinate in modo opportuno.

Rispetto al servizio di *debt advice* in senso stretto, la scelta di individuare quali attori privilegiati nella fornitura dei servizi di consulenza sul debito gli organismi di composizione della crisi da sovraindebitamento è condivisibile. È tuttavia opportuno fornire risposta ad alcuni interrogativi di natura sistematica e funzionale. Se è vero che si valorizza una struttura già operativa e dotata di competenze tecniche, nel contempo si amplia il perimetro delle funzioni attribuite a tali organismi, includendo attività di prevenzione, orientamento e assistenza, che esulano dalla mera gestione procedurale della crisi. Dal punto di vista giuridico, questa estensione di competenze pone interrogativi sulla natura giuridica degli OCC, sulla loro legittimazione

ad agire in ambiti extra-procedurali e sulla necessità di definire *standard* professionali e deontologici adeguati. In assenza di una disciplina organica, il rischio è quello di una frammentazione operativa e di una disomogeneità nell'erogazione dei servizi, con possibili ricadute sulla tutela effettiva del consumatore.

Fondamentale che si tratti di soggetti rientranti in una specifica categoria di operatori indipendenti, qualificati e auspicabilmente certificati in grado di fornire un supporto concreto e su misura alle persone che affrontano difficoltà economiche, aiutandole a gestire i propri debiti e a riorganizzare la situazione finanziaria in modo sostenibile. È necessario siano pertanto definiti specifici requisiti specifici per l'accesso, la permanenza, la formazione professionale e la certificazione e vigilanza da demandare ad una Authority indipendente dalle imprese che erogano credito.

Un altro aspetto da chiarire riguarda la *sostenibilità economica del servizio*. La previsione di servizi di consulenza a costi contenuti, eventualmente sostenuti da fondi pubblici o da convenzioni con enti del terzo settore, può porre altri temi. Occorre infatti riflettere sulla difficoltà di garantire l'universalità e l'equità dell'accesso, evitando discriminazioni territoriali e assicurando livelli essenziali di prestazione su tutto il territorio nazionale. In tale prospettiva, il ruolo delle Regioni e degli enti locali, riconosciuto dallo schema, deve essere accompagnato da una cornice normativa chiara e da meccanismi di coordinamento interistituzionale. L'impianto, sebbene coerente con i principi di solidarietà e inclusione, richiede infatti una riflessione sulla definizione dei livelli essenziali di prestazione e sulla distribuzione delle competenze tra Stato e Regioni, in conformità con l'art. 117 della Costituzione.

Esistono diversi modelli sostenibili in altri paesi europei relativamente alle fonti di finanziamento del servizio di consulenza. In Germania, ad esempio, la legge attribuisce ai comuni e alle regioni la responsabilità del finanziamento dei servizi di consulenza sul debito. In Belgio, il servizio di *debt advice* è regolato a livello nazionale e finanziato principalmente dall'Energy Fund, attraverso un sistema integrato che combina quote versate dai consumatori tramite la bolletta e contributi provenienti da società private di fornitura. Nella Repubblica Ceca opera un'organizzazione di consulenza sul debito fondata congiuntamente da una banca e da un'associazione di consumatori, oggi

finanziata quasi esclusivamente da istituti bancari. In Irlanda, invece, l'Irish Mortgage Holders Organisation (IMHO) è stata istituita e viene tuttora sostenuta economicamente da tre banche. I soggetti da cui drenare fusti finanziarie per i servizi di *debt advice* possono essere istituzioni finanziarie, ma anche imprese attive nell'industria del gioco o nel settore delle telecomunicazioni.

In Italia, alcune associazioni propongono l'istituzione di un Fondo pubblico permanente per garantire l'effettiva accessibilità e continuità dei servizi di consulenza sul debito,³³. Il Fondo dovrebbe essere alimentato da risorse statali, da finanziamenti europei e da contributi obbligatori provenienti dal settore finanziario e da quello del gioco d'azzardo. L'accesso alle risorse del Fondo deve essere disciplinato da criteri trasparenti, volti ad assicurare l'assegnazione esclusiva a soggetti indipendenti e dotati di comprovata esperienza nella tutela dei consumatori. In tale prospettiva, secondo alcuni, l'erogazione dei servizi dovrebbe essere riservata ad associazioni dei consumatori, fondazioni impegnate nella prevenzione dell'usura e enti del Terzo settore specializzati nella consulenza sul debito.

Un ulteriore profilo rilevante riguarda la vigilanza *ex ante* ed *ex post*. È opportuno individuare un'Autorità di Vigilanza, che garantisca la qualità e l'affidabilità dei servizi attraverso un sistema di certificazione e monitoraggio degli enti/soggetti abilitati. Ciò consentirebbe di garantire l'applicazione di criteri uniformi di accreditamento, l'istituzione di un registro pubblico dei soggetti certificati e la promozione di controlli periodici sulla qualità delle prestazioni erogate. In collaborazione con università, enti di ricerca e centri di formazione, essa potrebbe inoltre favorire la creazione di percorsi formativi di alto livello destinati ai consulenti, assicurando un'elevata professionalità e un'omogeneità di competenze su tutto il territorio nazionale.

In alternativa, o in forma complementare, l'Autorità di Vigilanza potrebbe erogare direttamente servizi di consulenza, garantendo un modello pubblico, imparziale e gratuito. Tale attività potrebbe essere organizzata attraverso un portale nazionale dedicato, accessibile sia *online* sia mediante sportelli territoriali o numeri verdi, al fine di superare le barriere psicologiche e informative che spesso ostacolano la richiesta di aiuto da parte dei cittadini.

³³ Movimento Consumatori, ACLI e Adiconsum.

Infine, seguendo il modello adottato in Portogallo, l'Autorità di Vigilanza potrebbe collaborare con i consulenti del debito nella gestione dei casi più complessi di difficoltà economica, svolgendo un ruolo di coordinamento e mediazione tra debitori e istituzioni creditizie. Tale cooperazione consentirebbe di affrontare in modo integrato le situazioni di maggiore vulnerabilità, promuovendo la condivisione di buone pratiche e la creazione di una rete di supporto stabile e multidisciplinare.

La responsabilità nella gestione dei registri DLT per strumenti finanziari digitali: tra decentralizzazione e accentramento

SOMMARIO: 1. Dalla dematerializzazione alla decentralizzazione. Una breve introduzione sulla transizione digitale degli strumenti finanziari nell'era del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech – 2. Il responsabile del registro DLT: un archetipo ibrido tra certezza giuridica e innovazione tecnologica – 3. L'illusione della decentralizzazione: imperativi regolatori, ambiguità sistemiche e riflessi sul ruolo del responsabile del registro – 3.1. La distinzione tra DLT *permissioned* e *permissionless* e i riflessi sul responsabile del registro – 4. I profili di responsabilità del responsabile del registro: un tentativo di ricostruzione e di sistematizzazione – 4.1. Responsabilità aggravata o oggettiva. – 4.2. Responsabilità contrattuale – 4.3. Responsabilità da *disclosure* – 4.4. Responsabilità da “cose in custodia” – 4.5. Esternalizzazione delle funzioni e responsabilità – 5. Riflessioni conclusive.

1. Dalla dematerializzazione alla decentralizzazione. Una breve introduzione sulla transizione digitale degli strumenti finanziari nell'era del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech

La crescente attenzione verso la tecnologia dei registri distribuiti (*Distributed Ledger Technology*, di seguito “DLT”¹) ha sollecitato un ripensamento delle tradizionali categorie giuridiche in materia di strumenti finanziari, sistemi di regolamento e infrastrutture di mercato². L'avvento della DLT ha infatti inaugurato una nuova era, in cui la gestione dei titoli sta progressivamente migrando da sistemi cartolari o dematerializzati a infrastrutture digitali basate su registri distribuiti³,

¹ Ai sensi dell'art. 2, par. 1, nn. 1-2, del Regolamento (UE) 2022/858, la «tecnologia a registro distribuito (DLT)» consente «il funzionamento e l'uso di registri distribuiti», vale a dire archivi di «informazioni in cui sono registrate le operazioni», condivisi «da una serie di nodi di rete DLT» e «sincronizzat[i] tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso». Lo stesso articolo, al n. 4, definisce il nodo di rete DLT come un «dispositivo o un'applicazione informatica parte di una rete e che detiene una copia, completa o parziale, delle registrazioni delle operazioni eseguite tramite il registro distribuito».

² Cfr., tra i tanti, N. ABRIANI, *Rappresentazione e circolazione di partecipazioni di società di capitali mediante la tecnologia DLT*, in *Osservatorio del Diritto Civile e Commerciale*, 2022, n. speciale, 363 ss.; F. CIRAIOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 352 e ss.

³ In passato, l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari avvenivano necessariamente in due forme: da un lato, potevano essere rappresentati da un

caratterizzate da algoritmi crittografici e meccanismi di consenso. Questi, sul piano strettamente tecnico, potrebbero risultare decentralizzati e, in tale prospettiva, favorire – ma non necessariamente garantire sul versante economico-giuridico – trasparenza, immutabilità e tracciabilità, con la possibilità di ridurre i costi di intermediazione e il rischio di frodi⁴. È però opportuno, preliminarmente, evitare un’insidiosa sovrapposizione concettuale: la decentralizzazione del meccanismo di validazione è un attributo informatico-crittografico che non trasmigra automaticamente nelle pratiche di *governance*, nei modelli di *business* o nelle qualificazioni giuridiche degli strumenti negoziati. La dottrina internazionale invita pertanto a distinguere tra infrastrutture *permissionless* – dove il potere di validazione è formalmente diffuso – e *permissioned*, nelle quali la distribuzione è

documento cartaceo; dall’altro, era prevista la possibilità di una rappresentazione e circolazione dematerializzata, vincolata alla registrazione informatica nei conti di un depositario centrale autorizzato (secondo le coordinate tracciate dal TUF e dalla CSDR). Si è ritenuto che talune prescrizioni impedissero l’impiego della DLT nell’emissione, negoziazione e regolamento di tali strumenti: basti pensare all’obbligo di emissione dei titoli per tramite di un depositario centrale ed alla necessità di regolazione di ogni operazione concernente titoli dematerializzati all’interno di un sistema gestito da questi depositari, in evidente contrasto con l’idea di uno scambio “peer-to-peer” su *blockchain* privo di un intermediario unico. Inoltre, non esisteva alcuna cornice autorizzativa che consentisse agli operatori di mercato basati su DLT di ottenere riconoscimento e licenza. In generale, sulla transizione dai sistemi cartolari o dematerializzati a una gestione su tecnologie DLT, si rimanda, per tutti, ad A. LAUDONIO, *Distributed Ledger Technology e ICOs: Una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l’innovazione*, in questa *Rivista*, 2023, I, 92 ss., secondo cui tale passaggio non va respinto a priori né accolto acriticamente, in quanto la DLT può offrire un’alternativa valida, purché si garantiscano certezze simili a quelle garantite dal sistema tradizionale (ad esempio in materia di tutela dell’integrità delle emissioni, registrazione, identificazione univoca del titolare e irreversibilità degli scambi). L’A. sottolinea anzi come la tecnologia a registri distribuiti, per sua natura, possa offrire un’alternativa che garantisce – o può garantire, se adeguatamente organizzata e regolata – tracciabilità e sicurezza almeno equipollenti, superando anche alcune criticità pratiche emerse nell’esperienza cartacea (falsificazioni, smarrimenti, ecc.). Sul punto, si veda anche N. DE LUCA, *Strumenti finanziari digitali e principi cartolari*, in *Diritto del Fintech*, M. Cian e C. Sandei (a cura di), Padova, 2024, 223 ss.

⁴ Cfr. F. ANNUNZIATA, A.C. CHISARI, P.R. AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *The Italian Law Journal*, 2023, 141 ss.

solo apparente e la concentrazione del potere decisionale permane, se non addirittura si accentua⁵.

Il legislatore dell'Unione europea, cogliendo la portata rivoluzionaria del fenomeno della *tokenizzazione* – il processo che converte un titolo finanziario in una rappresentazione digitale sotto forma di *token* crittografico, custodito e trasferito su registri DLT – ha introdotto, con il Regolamento (UE) 2022/858⁶, un percorso sperimentale (c.d. DLT Pilot Regime) che mira a rendere compatibili i principi del diritto finanziario (in particolare quelli di derivazione MiFID II e CSDR⁷) con le potenzialità, ma anche i rischi, propri della DLT.

In parallelo, l'ordinamento italiano ha recepito le disposizioni europee con il d.l. n. 25/2023 (c.d. Decreto Fintech⁸), introducendo al

⁵ Una trattazione più analitica delle differenze tra infrastrutture *permissionless* e *permissioned* sarà proposta nel par. 3.1. Sulla natura solo relativamente decentralizzata di molte applicazioni DLT, si veda K. SCHULER, A.S. CLOOTS, F. SCHÄR, *On DeFi and On-Chain CeFi: How (Not) to Regulate Decentralized Finance*, in *Journal of Financial Regulation*, 2024, 213-242 (spec. 219-225 sull'equivoco tra decentralizzazione tecnica ed economica; 232-237 su *governance* e poteri di veto nei protocolli *permissioned*).

⁶ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE, disponibile sul sito <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32022R0858>. In aggiunta al regolamento qui in esame, il medesimo “pacchetto” legislativo europeo include, come noto, anche il *Markets in Crypto Assets Regulation* (MiCAR) e il *Digital Operational Resilience Act* (DORA).

⁷ Rispettivamente, Direttiva 2014/65/UE (c.d. “MiFID II”) e Regolamento (UE) n. 909/2014 (c.d. “CSDR”).

⁸ Il Decreto Fintech (decreto-legge 17 marzo 2023 n. 25, convertito con legge 10 maggio 2023 n. 52) è un provvedimento nazionale emanato in via d'urgenza proprio per permettere l'attuazione del DLT Pilot Regime in Italia. Il decreto adegua il quadro giuridico nazionale alle previsioni contenute nel Regolamento (UE) 2022/858, introducendo le disposizioni necessarie affinché la tokenizzazione degli strumenti finanziari e l'adozione di registri distribuiti trovino concreto spazio nel nostro ordinamento. Dal punto di vista normativo, l'innovazione interessa l'assetto dei mercati finanziari senza sovvertirne le fondamenta. Le nuove previsioni, infatti, non cancellano le precedenti disposizioni in materia di dematerializzazione, ma vi si affiancano: resta possibile la conservazione dei titoli presso un depositario centrale, tuttavia non costituisce più l'unica modalità atta a garantire legittimazione e circolazione dei medesimi. In fase di conversione del Decreto Fintech, il legislatore

contempo alcune previsioni ulteriori nel contesto nazionale. In primo luogo, si segnala l'ampliamento della nozione di "strumento finanziario" anche a quegli strumenti che siano «emessi mediante tecnologia a registro distribuito»⁹, rendendo così possibile la circolazione digitale di azioni, obbligazioni e titoli di debito su registri DLT, in alternativa ai tradizionali sistemi centralizzati¹⁰. La vera

italiano ha altresì apportato modifiche al TUF, ampliandone la nozione di strumento finanziario così da abbracciare anche quelli emessi su tecnologia di registro distribuito. Per un primo commento, tra i tanti, si vedano A. TINA, *Mercati centralizzati, decentralizzati. Prospettive di inquadramento della DeFi nell'attuale orizzonte*, in *Orizzonti*, 2022, 55 ss.; I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto FinTech*, in *Il diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2023, 645 ss.

⁹ Così art. 2, par. 1, punto 11. Per approfondire cfr. N. CIOCCA, *Potenzialità e rischi della DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Orizzonti*, 2024, 835 ss.

¹⁰ Il decreto individua all'art. 2 le categorie di strumenti finanziari esistenti che possono essere emessi in forma digitale. In particolare, rientrano in questa categoria: azioni e obbligazioni di s.p.a.; titoli di debito di s.r.l.; altri titoli di debito la cui emissione è consentita dall'ordinamento italiano; ricevute di deposito relative a titoli di debito di emittenti non domiciliati in Italia; strumenti del mercato monetario disciplinati dal diritto italiano; azioni o quote di OICR (come fondi comuni o SICAV); eventuali ulteriori categorie di strumenti individuate da Consob via regolamento in futuro. Sono invece espressamente esclusi dalla tokenizzazione gli strumenti derivati e le quote di emissioni. Questa delimitazione restringe il perimetro agli strumenti finanziari più tradizionali, lasciando fuori i prodotti più complessi e speculativi, in linea con l'approccio prudente del DLT Pilot Regime. La sua portata appare di conseguenza piuttosto ristretta, poiché copre soltanto specifiche categorie di strumenti finanziari "tokenizzati" e lo è ancor di più, se solo si considera che nel *Pilot Regime* si introducono inoltre soglie dimensionali volte a contenere i rischi. In base all'art. 3, infatti, il Regolamento si applica unicamente a: a) azioni emesse da società con una capitalizzazione di mercato (o provvisoria) sotto i 500 milioni di euro; b) obbligazioni o altre forme di debito cartolarizzato (comprese le ricevute di deposito e gli strumenti del mercato monetario) con un'entità di emissione inferiore a 1 miliardo di euro, purché non incorporino derivati o strutture tali da complicare la comprensione del relativo rischio; c) quote di organismi di investimento collettivo (*ex art. 25, par. 4, lett. a), punto iv), Dir. 2014/65/UE*) il cui valore di mercato delle attività gestite sia al di sotto dei 500 milioni di euro. A ciò si aggiunge un ulteriore vincolo generale: il valore di mercato aggregato di tutti gli strumenti finanziari DLT ammessi alla negoziazione o registrati su un'infrastruttura di mercato DLT non può superare 6 miliardi di euro "al momento dell'ammissione alla negoziazione o della registrazione iniziale di un nuovo strumento finanziario DLT" (cfr. art. 3, paragrafo 2,

innovazione del decreto risiede tuttavia nell'aver ampliato l'ambito di applicazione della disciplina oltre i confini delineati dal Regolamento europeo, non solo agli strumenti ammessi alle infrastrutture di mercato basate su DLT – quali i sistemi di regolamento DLT (*SS DLT*) o i sistemi integrati di negoziazione e regolamento DLT (*TSS DLT*)¹¹ – bensì anche quelli non gestiti da tali infrastrutture¹², disciplinandoli attraverso un autonomo complesso di norme (artt. 18-26-*bis*). In quest'ultima eventualità il registro per la circolazione digitale sarà

Regolamento). Per quanto riguarda invece l'esclusione a livello nazionale delle quote di s.r.l., si rimanda, tra i tanti, a S. CORSO, A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti*, 2024, 120 ss., i quali rilevano che l'applicazione del Decreto Fintech alle s.r.l. è parziale, limitandosi ai titoli di debito in forma tokenizzata, con esclusione della piena tokenizzazione delle quote di capitale, evidenziando tuttavia come la progressiva estensione alla s.r.l. di formule tipiche del ricorso al mercato determini un arretramento dell'originario connotato “chiuso” del tipo, aprendo la via a un modello di s.r.l. proiettato verso la raccolta di capitali mediante strumenti innovativi. Per approfondire si veda anche F. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di s.r.l.*, in *Competitività dei mercati dei capitali: la legge n. 21/2024*, P. Giudici (a cura di), Milano, 2024, 785 ss.

¹¹ Il regime transitorio del DLT Pilot Regime introduce tre nuove tipologie di infrastrutture di mercato basate su tecnologia DLT: *a)* sistemi multilaterali di negoziazione DLT (MTF DLT), ossia piattaforme che offrono esclusivamente servizi di negoziazione per strumenti finanziari DLT. Questi sistemi sono gestiti da imprese di investimento, banche o operatori di mercati regolamentati; *b)* sistemi di regolamento DLT (SS DLT), definiti come “sistemi di regolamento che eseguono operazioni in strumenti finanziari DLT contro pagamento o consegna, indipendentemente dalla loro designazione e notifica ai sensi della direttiva 98/26/CE”. Questi sistemi consentono la registrazione iniziale degli strumenti finanziari DLT e possono offrire servizi di custodia. La loro gestione è affidata a depositari centrali di titoli; *c)* sistemi integrati di negoziazione e regolamento DLT (TSS DLT), i quali rappresentano un'infrastruttura ibrida che combina le funzioni di un MTF DLT e di un SS DLT, fornendo sia servizi di negoziazione che di regolamento per strumenti finanziari DLT. Cfr. il Considerando 14 del *DLT Pilot Regime*. Per un approfondimento, si rimanda a E. LA SALA, F. GUELF, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Società*, 2023, 1238 ss.; M. DE MARI, G. GASPARRI, T. N. POLI, *Introduzione: DLT e crypto attività*, in *Quad. giur. CONSOB*, 2023, n. 25, 40 ss.; F. CIRAIOLO, *op. cit.*, 352 e ss.

¹² Così art. 18 del Decreto. È forse utile precisare, per maggiore chiarezza, che i due ambiti sono complementari: un titolo registrato su un'infrastruttura di mercato DLT non richiede un responsabile del registro separato (il ruolo di garante è svolto dal gestore dell'infrastruttura stessa), mentre le emissioni fuori mercato richiedono obbligatoriamente un responsabile ai sensi della disciplina nazionale.

tenuto da un “responsabile del registro” – anziché dal gestore dell’infrastruttura di mercato DLT – che potrà essere in ipotesi lo stesso emittente degli strumenti finanziari digitali¹³.

Una delle peculiarità del Decreto Fintech è dunque quella di aver affiancato al sistema di negoziazione previsto nel Regolamento europeo, basato sulla presenza di infrastrutture di mercato sostanzialmente assimilabili a quelle tradizionali (anche se operanti mediante tecnologia DLT in regime di parziale esenzione dalla disciplina MiFID), un regime incentrato sulla figura del responsabile del registro, il quale può coincidere (oppure no) con il soggetto che emette gli strumenti finanziari digitali.

Nella visione del legislatore europeo e nazionale, la DLT – e in particolare la *blockchain*¹⁴ – rappresenterebbe uno strumento idoneo a garantire tracciabilità, attendibilità e immodificabilità dei dati, e ciò si traduce in un regime che, da un lato, ammette la sperimentazione di mercato grazie a deroghe e semplificazioni (in una logica di *sandbox* con soglie quantitative e temporali¹⁵) e, dall’altro, subordina tale

¹³ Cfr. G.P. LA SALA, *Mercati e servizi per gli strumenti finanziari tokenizzati*, in *Diritto del Fintech*, M. Cian e C. Sandei (a cura di), Padova, 2024, 563 ss.

¹⁴ È opinione diffusa che la *blockchain* costituisca una variante di DLT. In questo senso, tra i tanti, I. CAPELLI, *op. cit.*, 645; P. MATERA, A. BENINCAMPI, *voce Blockchain*, in *Dig. disc. priv.*, Sez. comm., Milano, 2022, 23 ss.

¹⁵ Il quadro normativo europeo in materia di servizi finanziari non risultava strutturato per accogliere le specificità della DLT e del cripto attività. Per ovviare a tali rigidità, il legislatore ha introdotto un meccanismo di *sandbox* regolatorio, che consente di sperimentare soluzioni tecnologiche innovative attraverso deroghe temporanee, facilitando così l’applicazione della DLT nei processi di *trading* e *post-trading* laddove la disciplina tradizionale risulti inadatta o eccessivamente vincolante. Il DLT Pilot Regime e il Decreto Fintech delineano così un modello di sperimentazione controllata, che combina flessibilità e prudenza: da un lato, introducono deroghe mirate ai vincoli imposti da MiFID e CSDR, permettendo la circolazione di strumenti finanziari su registri distribuiti; dall’altro, impongono soglie quantitative e temporali, per contenere i rischi e valutare l’effettiva sostenibilità del nuovo paradigma. La durata della sperimentazione è circoscritta: ogni infrastruttura DLT può operare nel regime pilota per un massimo di sei anni dall’autorizzazione, salvo proroghe eventualmente stabilite a livello unionale. Al termine di questo periodo di osservazione, le istituzioni europee valuteranno l’impatto delle nuove tecnologie e l’opportunità di un intervento normativo, con l’eventuale aggiornamento del quadro regolatorio sulla base dei risultati emersi dalla sperimentazione. Cfr. BANCA D’ITALIA, *Sandbox regolamentare*, disponibile online all’indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/focus/sandbox/index.html#:~:text=Che%20cos%27%C3%A>

sperimentazione a specifici requisiti di sicurezza e affidabilità¹⁶: un esempio è l'art. 3 del decreto, il quale dispone che l'emissione e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali avvengano mediante scritturazioni su un registro tenuto da un gestore di SS DLT o TSS DLT, dalla Banca d'Italia, dal MEF, da soggetti individuati con regolamento Consob o, appunto, da un responsabile del registro¹⁷. In questo contesto, i registri per la circolazione digitale devono assicurare l'integrità e l'immodificabilità delle scritture, l'esatta identificazione dei titolari, la corretta circolazione degli strumenti (evitando doppi trasferimenti o incongruenze), la possibilità di apporre vincoli reali (come pigni e usufrutti) sui *token*, nonché la completa tracciabilità di ogni operazione

8%20una%20sandbox,setto%20bancario%2C%20finanziario%20e%20assicurativ;
COMMISSIONE EUROPEA, “*Better Regulation*” *Toolbox 2023*, 2023, 599, disponibile
online all'indirizzo: <https://commission.europa.eu/system/files/2023-09/BR%20toolbox%20-%20Jul%202023%20-%20FINAL.pdf>; M.T. PARACAMPO, *Il percorso evolutivo ed espansivo delle regulatory sandboxes da FinTech ai nuovi lidi operativi del prossimo futuro*, in *Federalismi.it*, 2022, 207 e ss.; G. SCHNEIDER, *La partecipazione alla società nei mercati tokenizzati*, in questa *Rivista*, 2022, II, 288; A. LAUDONIO, *Distributed Ledger Technology e ICOs*, cit., 125, nt. 52.

¹⁶ Le deroghe concesse sono controbilanciate dall'introduzione di specifici oneri aggiuntivi a carico dei gestori delle infrastrutture DLT, finalizzati a mitigare le vulnerabilità tecnologiche. Tra questi, si annoverano requisiti rafforzati in materia di sicurezza informatica e resilienza operativa, obblighi di trasparenza sulla struttura e sulle modalità di funzionamento del registro distribuito adottato, nonché misure volte a salvaguardare gli investitori e garantire l'integrità del mercato. In tal modo, il regime pilota si configura come un delicato equilibrio tra apertura all'innovazione – incentivando la sperimentazione della *blockchain* nel settore finanziario – e tutela del sistema, attraverso un quadro normativo che impone limiti e controlli per contenere i potenziali rischi sistemici. Occorre ad ogni modo avvertire del sostanziale insuccesso applicativo a livello europeo del DLT Pilot Regime: con una lettera datata 3 aprile 2025 (documento n. ESMA75-117376770-460, consultabile sul sito <https://www.esma.europa.eu>), l'ESMA ha infatti segnalato alla Commissione UE la scarsità di richieste di autorizzazione sin qui pervenute (solo quattro) ed altre criticità significative per l'affermazione della circolazione tramite DLT (tra cui si richiamano principalmente la mancanza di interoperabilità e l'assenza di una valuta digitale, nonché di *e-money tokens*, quest'ultimo dovuto al rinvio dell'entrata in vigore del MiCAR).

¹⁷ La Consob è altresì investita della facoltà di estendere la platea degli strumenti finanziari digitali sottoposti al nuovo regime normativo. Ai sensi dell'art. 28, secondo comma, lett. a-bis) del Decreto Fintech, l'Autorità di vigilanza può identificare ulteriori categorie di strumenti da includere nell'ambito applicativo della disciplina sperimentale, tra cui, potenzialmente, anche le quote di partecipazione in una s.r.l.

ai fini del controllo esercitato dalle Autorità di vigilanza (Consob e Banca d'Italia)¹⁸. Tuttavia, l'efficacia di tali presidi dipende non solo dal protocollo tecnico, bensì dalla qualità dei processi di *audit* e dai poteri di intervento attribuiti al responsabile del registro.

Nel panorama descritto, la figura del responsabile del registro emerge, con particolare evidenza, laddove gli strumenti finanziari digitali non confluiscono nelle infrastrutture di mercato DLT del Regolamento (UE) 2022/858. Non si tratta di un mero amministratore tecnico della piattaforma, bensì di un soggetto che, previa autorizzazione e iscrizione in un registro Consob, si impegna a garantire integrità, esclusività e non riproducibilità dei titoli digitali, assumendo così una funzione strategica nella tenuta del libro mastro digitale. Pur innestato in un ambiente che si vorrebbe disintermediato¹⁹, il responsabile del registro agisce come un “custode digitale” fornendo il livello di affidabilità istituzionale richiesto dal mercato e dalle autorità di vigilanza.

Se da un lato la promessa di disintermediazione tipica della DLT potrebbe suggerire una riduzione degli oneri di gestione e dei rischi di errore, dall'altro l'esperienza empirica dimostra che nessuna infrastruttura può prescindere da robuste funzioni di controllo umano e da un chiaro regime di responsabilità. Il presente contributo si propone pertanto di offrire una ricostruzione sistemica della figura del

¹⁸ Così art. 4 Decreto Fintech. Sul punto, cfr. S.G. LO GIUDICE, *Audizione della Consob presso il Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro*, 4 aprile 2023, sul disegno di legge n. 605. Inoltre, viene stabilito per legge che la legittimazione all'esercizio dei diritti associati ai titoli (diritti di voto in assemblea, percezione di dividendi o interessi, rimborsi di capitale) deriva dalle scritturazioni risultanti sul registro DLT – analogamente a quanto avviene con gli estratti conto titoli dei depositari centrali nel sistema attuale. Su quest'ultimo punto, cfr. S. CORSO, *Identificazione dei soci e legittimazione all'esercizio dei diritti sociali nell'ambiente DLT*, in *Orizzonti*, 2024, 892 ss.

¹⁹ In verità, il rapporto tra società emittente e titolari degli strumenti digitali può assumere diversi gradi di intermediazione, a seconda della presenza o meno delle infrastrutture di mercato DLT e della specifica configurazione della rete DLT adottata. Sotto il primo profilo, qualora gli strumenti digitali non siano scritturati all'interno di un'infrastruttura di mercato DLT e l'emittente assuma direttamente il ruolo di responsabile del registro, il legame tra la società e i soci-investitori risulterà caratterizzato da un grado più elevato di disintermediazione, riducendo l'intervento di soggetti terzi nella gestione e nel trasferimento degli strumenti finanziari. Cfr. S. CORSO, A. LAUDONIO, *op. cit.*, 146; N. CIOCCA, *op. cit.*, 853 ss.

responsabile del registro DLT, affrontando i nodi più controversi riguardanti la natura giuridica dei suoi obblighi, le incongruenze e i profili di responsabilità che discendono dall'espletamento dei suoi compiti²⁰.

In particolare, l'attenzione sarà posta sul terreno delle responsabilità: se da un lato la DLT promette di ridurre i costi e i rischi operativi, dall'altro la pratica dimostra che la tecnologia, per quanto robusta, non basta da sola a prevenire frodi, attacchi informatici o malfunzionamenti sistemici. Da qui la necessità di un soggetto centrale con poteri di vigilanza e un adeguato regime di responsabilità. L'analisi prenderà quindi le mosse dai fondamenti normativi per mostrare come, in parallelo alla sperimentazione regolamentata della circolazione su registri distribuiti, sussista la necessità di preservare gli obiettivi fondamentali della disciplina finanziaria (protezione degli investitori, certezza giuridica, integrità e stabilità del mercato) e di definire, con chiarezza, i profili di responsabilità del responsabile del registro: figura che, tra continuità e discontinuità rispetto ai depositari e agli intermediari tradizionali, pare destinata a divenire un perno di riferimento nell'ecosistema DLT e a rivestire un ruolo decisivo per la credibilità e l'efficacia delle nuove forme di emissione e circolazione digitale dei titoli.

2. Il responsabile del registro DLT: un archetipo ibrido tra certezza giuridica e innovazione tecnologica

La figura del responsabile del registro costituisce una delle principali innovazioni introdotte dal Decreto Fintech all'interno di un quadro che va oltre la mera attuazione del DLT Pilot Regime, in quanto si richiede la sua nomina ogniqualvolta si proceda all'emissione di strumenti

²⁰ Il responsabile del registro non si limita a svolgere un ruolo di mero custode digitale delle informazioni, ma si configura come un attore chiave di un'infrastruttura potenzialmente globale, in cui le operazioni si sviluppano senza vincoli territoriali. In un simile contesto, l'affidabilità del sistema diviene cruciale, poiché eventuali vulnerabilità informatiche o imprecisioni nelle registrazioni potrebbero generare effetti dirompenti, amplificati dalla natura distribuita e transnazionale delle transazioni. Pur inquadrabile, a prima vista, quale mero *alter ego* digitale dei depositari centrali o degli intermediari incaricati della scrittura e custodia dei titoli, la nuova figura pone questioni di natura ben più articolata, connesse al diverso funzionamento e alle diverse potenzialità della tecnologia dei registri distribuiti.

finanziari digitali non destinati ad essere negoziati in una sede di negoziazione²¹.

I soggetti autorizzati *ex art.* 106 TUB possono, senza ulteriori autorizzazioni, assumere tale funzione, circostanza che determina un immediato impatto pratico e fa sì che, allo stato, il “campo da gioco” sia popolato quasi esclusivamente da operatori già vigilati²². La Consob può individuare ulteriori categorie e requisiti²³, mentre i depositari centrali autorizzati *ex CSDR* sono di diritto iscritti se svolgono la funzione in via accessoria²⁴. Per prevenire conflitti di interesse e possibili condotte manipolative, il legislatore vieta al responsabile del registro di esercitare servizi di negoziazione in conto proprio sugli

²¹ Nel diverso caso di strumenti finanziari negoziati in una sede di negoziazione, la tenuta del registro e l’obbligo di conformarsi alle disposizioni del Decreto Fintech graveranno sul gestore dell’infrastruttura di mercato DLT. Cfr. U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, in *Dir. Banc.*, 2023, 6, disponibile online all’indirizzo <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/03/2023-Malvagna-Decretodigital-securities.pdf>.

²² Alla data del 31 luglio 2025 risultano iscritti nell’elenco Consob quattro responsabili del registro: Clubdeal S.p.a. (Sez. 3-4, delibera Consob n. 23641 del 23 luglio 2025); Milano Global Advisors S.p.a. (Sez. 3-4, delibera n. 23330 del 27 novembre 2024); Fleap S.p.a. (Sez. 3-4, delibera n. 23295 del 23 ottobre 2024); Cassa Depositi e Prestiti S.p.a. (Sez. 3, delibera n. 23076 del 24 aprile 2024). Ad oggi non risultano iscritti soggetti nelle Sezioni 1, 2 e 5. Cfr. CONSOB, *Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale*, aggiornato al 31 luglio 2025.

²³ Così art. 28, comma 2, Decreto.

²⁴ Così art. 19 Decreto; V. LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022/858*, in *Dir. Banc.*, 2023, 13, disponibile online all’indirizzo <https://www.dirittobancario.it/art/dltpilot-verso-il-mercato-degli-strumenti-finanziari-digitali>. Né va sottaciuta la possibilità per banche, imprese di investimento e gestori di mercato di assumere la qualifica di responsabile del registro, così come per intermediari finanziari *ex art.* 106 TUB, istituti di pagamento o di moneta elettronica e imprese di assicurazione che emettano strumenti in forma digitale, con conseguenti profili di possibile conflitto di interessi e interrogativi sulla corretta delimitazione delle responsabilità. In altri termini, l’accesso privilegiato degli intermediari *ex art.* 106 TUB, delle banche e dei CSD comporta che gli aspiranti responsabili “nuovi” debbano competere con *player* dotati di robuste strutture di *compliance*, con conseguente barriera all’ingresso di fatto.

strumenti finanziari da lui gestiti²⁵, così da evitare abusi e garantire la regolarità della circolazione²⁶.

La disciplina di cui all'art. 13 del decreto²⁷, ispirata alla necessità di bilanciare l'autonomia tecnica della DLT con la certezza giuridica, individua nel responsabile del registro il soggetto tenuto a garantire la conformità delle scritturazioni alle disposizioni del decreto e alle norme attuative, nonché la correttezza, completezza e aggiornamento continuo delle stesse²⁸, l'integrità e sicurezza del sistema, l'adozione di presidi antiriciclaggio e di una *governance* adeguata.

²⁵ In pratica, un intermediario che mantiene il registro delle proprie emissioni DLT non può allo stesso tempo fare *trading* di quei titoli in conto proprio, evitando così possibili abusi. Tale divieto, tuttavia, non equivale automaticamente a un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate. L'art. 9 MAR prevede infatti un'esenzione per i *market maker* e per i soggetti che svolgono funzioni di liquidità, a condizione che l'operatività avvenga nel corso ordinario dell'attività e nel rispetto di requisiti di trasparenza e tracciabilità. Ne deriva che, se il responsabile del registro svolge anche attività di *liquidity provider* (ad es. *market maker* su una MTF DLT), potrà beneficiare dell'esenzione purché dimostri di operare per finalità di *market making* e non per sfruttare informazioni privilegiate.

²⁶ Ciò denota la volontà di scongiurare condotte opportunistiche da parte di soggetti che, in virtù della loro posizione, sarebbero in grado di incidere sulla corretta circolazione degli strumenti. Il divieto secondo cui una banca o un'impresa di investimento che gestisce il proprio registro DLT non possa svolgere simultaneamente attività di negoziazione in conto proprio (o di sottoscrizione a fermo) sugli strumenti finanziari digitali da essa stessi emessi e registrati è desumibile dal combinato disposto del Decreto Fintech, del DLT Pilot Regime e degli artt. 21 e ss. TUF in materia di conflitti di interesse.

²⁷ L'art. 13 recita testualmente: "1. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT garantiscono la conformità del registro alle caratteristiche prescritte dal presente decreto e dalle relative disposizioni attuative. 2. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT garantiscono: a) la correttezza, la completezza e l'aggiornamento continuo delle evidenze relative alle informazioni sull'emissione; b) l'integrità e la sicurezza del sistema, tenendo anche conto delle esigenze di contrasto al riciclaggio dei proventi di attività illecite, in forza dell'emissione e del trasferimento degli strumenti finanziari digitali di cui all'articolo 3, comma 1, sulla base di titolo idoneo".

²⁸ Tale formula trova spiegazione nel collegamento tra gli artt. 12 e 13 del decreto, i quali stabiliscono che i dati relativi agli strumenti digitalizzabili (art. 2, comma 1°, d.l. n. 25/2023) siano resi disponibili in forma elettronica, accessibile e consultabile in ogni momento anche tramite registro DLT. Si tratta di quelle stesse informazioni che, nel corrispondente certificato cartaceo, sarebbero riportate dall'emittente, riproducendo così nel registro la logica del sistema di gestione accentrata, in cui "tutte le informazioni comunicate dall'emittente necessarie a individuare le caratteristiche

L'art. 23²⁹, in un rapporto di integrazione rispetto all'art. 13, introduce ulteriori obblighi specifici a suo carico: il responsabile del registro deve agire con trasparenza, diligenza e correttezza³⁰, adottando meccanismi che impediscano l'utilizzo degli strumenti da parte di soggetti non autorizzati, garantiscano la continuità operativa e il ripristino delle attività, oltre a salvaguardare le informazioni in ambito esterno.

Pur apparendo formalmente "accessoria" rispetto alle linee generali previste dall'art. 13³¹, tale disposizione risulta innovativa nella misura

dell'emissione stessa e, in ogni caso, il tipo di strumento finanziario, il codice identificativo, la quantità emessa, il valore globale dell'emissione, il frazionamento e gli eventuali diritti connessi" devono essere rese disponibili sul conto emittente (art. 52, comma 1°, Prov. unico sul post-trading di CONSOB e Banca d'Italia del 13 agosto 2018). Così A. LAUDONIO, *Commento all'art. 13*, in *Commentario al Decreto Fintech*, M. Onza (a cura di), in corso di pubblicazione, consultato per cortesia dell'autore.

²⁹ L'art. 23 recita testualmente: "1. I responsabili del registro agiscono in modo trasparente, diligente e corretto. 2. Oltre a quanto previsto dall'articolo 13, i responsabili del registro adottano meccanismi e dispositivi adeguati: a) a impedire l'uso degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi da quelli legittimati; b) di continuità operativa e di ripristino dell'attività, che comprendano la messa in sicurezza esterna delle informazioni; c) ad assicurare che il numero complessivo di strumenti finanziari digitali che costituisce una singola emissione non sia modificabile. 3. I responsabili del registro rendono disponibile al pubblico, in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, un documento contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione di cui all'articolo 14".

³⁰ I responsabili del registro, se privi della qualifica di imprese di investimento, non sono soggetti all'obbligo di conformarsi agli stessi criteri di "diligenza, correttezza e trasparenza, nell'interesse della clientela e dell'integrità dei mercati" previsti dall'art. 21, comma 1, lett. a), TUF, che recepisce a livello nazionale l'art. 24, par. 1, MiFID2. Sul punto, A. LAUDONIO, *Commento all'art. 23*, in *Commentario al Decreto Fintech*, M. Onza (a cura di), in corso di pubblicazione, consultato per cortesia dell'autore.

³¹ Cfr. *Idem*, in cui l'A. parla di rapporto ancillare, nella misura in cui l'art. 23 fa gravare sui responsabili del registro l'obbligo di adottare a determinati fini meccanismi e dispositivi adeguati "oltre a quanto previsto dall'art. 13". Secondo l'A. la duplicazione può essere legata alla circostanza che l'art. 13 rientra tra le "disposizioni comuni per l'emissione e circolazione in forma digitale" – Capo I del d.l. n. 25/2023 –, mentre l'art. 23 dovrebbe coprire il più ristretto ambito degli "strumenti finanziari digitali non scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT" – Capo II del d.l. n. 25/2023.

in cui impone al responsabile di rendere sempre disponibile al pubblico, in formato elettronico e consultabile in ogni momento, un documento che illustri le modalità operative e i meccanismi di tutela del registro, ivi compresa la strategia di transizione di cui all'art. 14³². L'analisi comparata tra le due norme suggerisce di considerarle allo stesso livello e di leggerle in modo integrato: da un lato, l'art. 13 si applica a tutti i soggetti che svolgono la funzione di responsabile del registro; dall'altro, alcune delle previsioni dell'art. 23 hanno portata generale, mentre altre riguardano solo quei responsabili che non rivestano il ruolo di SS o TSS DLT³³. La combinazione di questi obblighi con quelli già previsti per gli intermediari vigilati innalza lo *standard* di *governance* e di gestione del rischio richiesto al responsabile del registro.

All'interno di questo quadro si inseriscono anche gli obblighi di trasparenza, che richiedono al responsabile o, a seconda dei casi, al gestore dell'infrastruttura, di illustrare al mercato le differenze rispetto ai sistemi tradizionali e di fornire spiegazioni tecniche sugli effetti

³² Così art. 23, comma 3. Il responsabile del registro è infatti tenuto a redigere e a rendere accessibile al pubblico un documento che descriva in modo chiaro sia le procedure operative del registro per la circolazione digitale, sia le soluzioni informatiche necessarie a garantirne il funzionamento, inclusa la strategia di transizione. La Consob ne ha definito i requisiti minimi. In particolare, l'art. 14 del Regolamento Consob stabilisce che tale documento debba comprendere almeno i punti indicati nell'Allegato III. Così CONSOB, *Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari. Documento per la consultazione del 10 luglio 2023*, 6 e 19 disponibile all'indirizzo https://www.consob.it/web/consob/dettaglio-news/-/asset_publisher/hZ774IBO5XPe/content/consultazione-fintech-10-luglio-2023/10194. Tale previsione, che costituisce una declinazione puntuale del dovere di trasparenza previsto al primo comma, si applica esclusivamente ai responsabili del registro che non assumano il ruolo di gestori di infrastrutture di mercato DLT. Per questi ultimi, infatti, la normativa del Regime Pilota stabilisce obblighi informativi assai più articolati, imponendo in primo luogo la messa a disposizione del pubblico di una documentazione aggiornata, chiara e completa, che definisca le regole operative delle infrastrutture di mercato DLT e dei rispettivi gestori. In tale documentazione rientrano anche le disposizioni concernenti diritti, requisiti, responsabilità e obblighi a carico tanto dei gestori stessi, quanto dei membri, partecipanti, emittenti e clienti che si avvalgono di queste infrastrutture. Sul punto, cfr. A. LAUDONIO, *Commento all'art. 23*, cit.

³³ Così *Idem*.

dell'utilizzo della DLT³⁴. Il legislatore esige dunque piena trasparenza sulle modalità di funzionamento, imponendo un obbligo informativo arricchito da spiegazioni rispetto ai sistemi tradizionali e affiancandovi un sistema di vigilanza che include controlli tecnico-informatici, anche esterni³⁵.

L'iscrizione nell'elenco tenuto dalla Consob richiede, tra l'altro, la forma giuridica di S.p.a. con capitale minimo di 150.000 euro, la revisione legale dei bilanci, polizze assicurative o garanzie a copertura della responsabilità, politiche per l'identificazione e gestione dei conflitti di interesse, trasmissione dello statuto e dell'evidenza della registrazione presso il registro delle imprese³⁶; alle S.r.l. è invece precluso l'esercizio di tali funzioni, salvo che siano intermediari ex art. 106 TUB³⁷.

³⁴ Cfr. Considerando n. 40 Reg. indica che i gestori di infrastrutture di mercato DLT devono «fornire informazioni ... su come l'uso della tecnologia a registro distribuito si discosta dal modo in cui i servizi sono normalmente forniti su sedi di negoziazione e regolamento tradizionali» (si veda anche l'art. 7, par. 3, Reg.). Anche il Decreto prescrive che, quando gli strumenti non sono destinati a una sede DLT, il responsabile del registro rende «disponibile al pubblico, in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, un documento contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività» (art. 23, terzo comma, Decreto). Per approfondire, si veda M. ONZA, *La digitalizzazione degli strumenti finanziari: occasioni di riflessione sul d.l. n. 25/2023*, in *Dir. banc. fin.*, 2024, 222.

³⁵ Qualora emergano sospetti di inadempimento, la disciplina autorizza la Consob a richiedere a qualunque soggetto la produzione di dati, notizie e documentazione (art. 27, comma 4, decreto), restando al contempo invariati i poteri di verifica informativa e di ispezione (art. 27, comma 3, lett. a) e b), decreto).

³⁶ Cfr. Art. 20, Decreto. In pratica, possono essere iscritti nell'elenco essenzialmente cinque gruppi di soggetti: *a)* banche, imprese di investimento, gestori del mercato; *b)* intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 TUB, istituiti di pagamento, istituti di moneta elettronica, gestori e imprese di assicurazione e gli emittenti con sede legale in Italia che vogliono svolgere la funzione di responsabile del registro degli strumenti che essi stessi hanno emesso; *c)* emittenti non finanziari italiani, per i propri titoli digitali (ad esempio una s.p.a. industriale che emette obbligazioni su DLT); *d)* altre società italiane diverse dalle precedenti (categoria residuale, potenzialmente fintech o società veicolo create *ad hoc*); *e)* ulteriori soggetti individuati da Consob tramite regolamento attuativo. Per approfondire, si veda V. LEMMA, *op. cit.*

³⁷ Tale affermazione, sebbene non espressa testualmente nella legge, si desume dal fatto che i requisiti sopra descritti impongono di fatto la forma di s.p.a. ai soggetti non vigilati, mentre gli intermediari già autorizzati (come quelli ex 106 TUB) possono

È evidente una certa frammentazione normativa, dato che vi è un ulteriore insieme di obblighi previsti dal DLT Pilot Regime per i gestori di infrastrutture DLT³⁸, i quali sono soggetti a vincoli informativi dettagliati e a verifiche tecniche, con inevitabili sovrapposizioni che hanno già alimentato perplessità in dottrina, soprattutto riguardo alla necessità di predisporre uno statuto comune dei responsabili del registro³⁹. Ne emerge una funzione che va ben oltre la mera manutenzione tecnologica del *ledger*, comprendendo il rispetto delle prescrizioni in materia di antiriciclaggio, la salvaguardia della continuità operativa e la concentrazione in capo a un unico referente dei doveri di informazione verso il mercato e delle connesse responsabilità, così da assicurare un efficace esercizio della vigilanza anche in presenza di tecnologie distribuite.

In questa prospettiva, il responsabile del registro si configura come un ponte tra l'autonomia operativa insita in una tecnologia concepita per ridurre la necessità di fiducia e l'esigenza di assicurare un livello di controllo conforme ai principi dell'ordinamento. Questo soggetto, autorizzato a gestire e aggiornare la struttura dei blocchi su cui si basa la circolazione dei *token* rappresentativi di strumenti finanziari, assume una funzione di garanzia riguardo all'efficacia probatoria e alla stabilità delle scritturazioni. È pertanto investito di responsabilità in materia di sicurezza informatica, poiché la presunta resilienza della *blockchain* dev'essere accompagnata da misure organizzative e tecniche adeguate, dalla gestione delle chiavi crittografiche ai meccanismi di consenso.

L'interazione con le infrastrutture di mercato DLT implica la necessità di sincronizzare i volumi negoziati con le corrispondenti

avere forma diversa e restano comunque soggetti a vigilanza prudenziale. In altri termini, il decreto richiede la s.p.a. per i soggetti di cui all'art. 19, co. 1 lett. c) e d) non già vigilati, il che esclude una s.r.l. "qualsiasi" e limita la possibilità a chi ha uno *status* particolare (come gli intermediari di cui all'art. 106 TUB).

³⁸ Nello specifico, l'art. 7 definisce i compiti essenziali del gestore, che comprendono: *a*) la verifica della correttezza e della sicurezza delle registrazioni degli strumenti finanziari digitali; *b*) la gestione della trasparenza informativa e la pubblicazione delle modalità operative del registro; *c*) l'implementazione di protocolli di *governance* idonei a garantire il corretto funzionamento della piattaforma DLT; *d*) la predisposizione di misure di sicurezza volte a prevenire rischi informatici e frodi.

³⁹ In questo senso A. LAUDONIO, *Commento all'art. 23*, cit.

annotazioni digitali, al fine di evitare duplicazioni o scostamenti⁴⁰, e si traduce nella responsabilità di garantire il corretto esercizio dei diritti patrimoniali e amministrativi connessi alle emissioni digitali, prevenendo disservizi e manipolazioni⁴¹.

La natura ibrida di questa figura, che richiama per certi aspetti il depositario centrale ma si misura con la decentralizzazione tecnologica e i rischi dell'innovazione, impone un equilibrio tra competenze informatiche e giuridiche⁴². Peraltro, il confronto evidenzia ulteriormente queste problematiche, poiché mentre il CSD opera in un contesto regolatorio consolidato, basato su *standard* e procedure ben definiti, il responsabile del registro deve invece affrontare la complessità derivante dalla natura dinamica e interconnessa della DLT, dove le operazioni sono eseguite in tempo reale e il rischio di vulnerabilità tecnologiche è sempre presente⁴³.

Il carattere sperimentale del regime spinge a ritenere che il quadro regolamentare potrà essere ulteriormente affinato, soprattutto se

⁴⁰ Sebbene la *blockchain* sia spesso associata a un livello intrinseco di protezione da modifiche fraudolente, la sicurezza effettiva del sistema dipende da numerosi fattori (implementazione del protocollo, gestione delle chiavi crittografiche, meccanismi di consenso, ecc.).

⁴¹ È dovere del responsabile del registro adottare meccanismi di sicurezza tali da impedire a qualsiasi soggetto non autorizzato di disporre degli strumenti digitali altrui. Una disposizione di analoga portata si ritrova, nell'ambito del Regime Pilota, all'art. 7, par. 5, comma 4, in cui si stabilisce che i presidi informatici e cibernetici proteggano fondi, garanzie e strumenti DLT da incursioni non autorizzate, pirateria informatica, degradazioni, perdite, intrusioni esterne, furti, frodi, negligenza e ulteriori malfunzionamenti di grave entità. Per approfondire il tema della legittimazione, si rimanda anche a S. CORSO, *op. cit.*, in cui l'A. sostiene che, in base al decreto Fintech, spetti all'emittente verificare la legittimazione dei soci mediante le annotazioni sul registro DLT, essendo l'identificazione dei titolari un passaggio imprescindibile a tale scopo (art. 5). Nel caso in cui l'emittente non sia il responsabile del registro, l'accesso alla *blockchain* per procedere alle verifiche dev'essere autorizzato da quest'ultimo, fermo restando che la norma non prevede espressamente un diritto di accesso in favore dell'emittente, a differenza di quanto stabilito per i detentori degli strumenti digitali e per le autorità di vigilanza.

⁴² Cfr. G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 291.

⁴³ A. LAUDONIO, *Distributed Ledger Technology e ICOs*, cit., e G. SCHNEIDER, *op. cit.*, sottolineano come l'innovazione tecnologica imponga un ripensamento dei modelli di *governance* e di attribuzione delle responsabilità, richiedendo una stretta integrazione tra le competenze informatiche e le tradizionali regole del diritto finanziario.

l'adozione della DLT si consoliderà su larga scala, richiedendo una definizione più precisa degli *standard* di sicurezza e dei confini di responsabilità. Rimane il dato che il legislatore, nell'attribuire un ruolo tanto penetrante al responsabile, ha inteso concentrare su una singola figura tutti gli oneri di conformità, *disclosure* e presidio del rischio. Una scelta che riflette una certa diffidenza verso un eccesso di decentramento che possa compromettere la tutela degli investitori, da intendersi in via principale come soggetti professionali già attivi nei mercati regolamentati, pur senza escludere che esigenze di tutela possano emergere anche rispetto a investitori meno esperti qualora coinvolti in via mediata o in eventuali aperture al pubblico⁴⁴.

3. *L'illusione della decentralizzazione: imperativi regolatori, ambiguità sistemiche e riflessi sul ruolo del responsabile del registro*

L'inquadramento normativo del registro per la circolazione digitale introduce un'inevitabile tensione tra la logica disintermediata che la DLT promette di realizzare e l'esigenza di individuare un soggetto – il responsabile del registro – chiamato a garantire sicurezza, correttezza e continuità operativa dell'infrastruttura. Tale figura viene posta al centro di un sistema di obblighi di verifica e conformità, assumendo un potere di vigilanza che accentra le responsabilità. In altri termini, pur riconoscendo le potenzialità della tecnologia a registri distribuiti, il legislatore ha preferito creare uno snodo di controllo che potesse fungere da garante dell'esatto funzionamento del registro e della circolazione degli strumenti finanziari digitali⁴⁵.

⁴⁴ È opportuno chiarire che, allo stato, il DLT Pilot Regime e il Decreto Fintech si rivolgono, in via principale, a operatori professionali e soggetti vigilati (banche, imprese di investimento, depositari centrali, gestori di mercati regolamentati: cfr. art. 19 e 23 del Decreto). L'investitore *retail* non rappresenta quindi il destinatario naturale di tali strumenti. Tuttavia, profili di tutela possono emergere sia in via mediata (es. investimenti indiretti tramite intermediari), sia in caso di future estensioni del regime alle offerte al pubblico o alla negoziazione su mercati accessibili ai non professionali.

⁴⁵ Cfr. M. PASSARETTA, *Prime (brevi) riflessioni a margine del decreto Fintech*, in *Diritto commerciale digitale*, 2024, 150 ss., in cui l'A., sebbene riconosca la disintermediazione come carattere peculiare dei sistemi DLT, non omette di rilevare come il disegno introdotto dal Decreto Fintech richieda la presenza di un soggetto formalmente incaricato della gestione del registro. Si vedano anche M.T. RODI, V.

Nonostante in molti contesti si parli di decentralizzazione, è tuttavia opportuno ricordare che, sotto il profilo prettamente terminologico, la DLT indica propriamente una tecnologia “distribuita” e non necessariamente “decentralizzata”, circostanza che pertanto giustificerebbe una maggiore elasticità nel concepire assetti potenzialmente accentrati.

Il ruolo del responsabile del registro, imponendo una supervisione costante dell’infrastruttura, configura una sorta di “accentramento funzionale” che, pur senza sconfessare i principi di condivisione tipici delle reti basate su DLT, ne assorbe alcuni tratti originariamente votati all’autonomia dei nodi validatori. Si è di fronte, infatti, a una figura che non si limita a compiti puramente tecnici, ma che si assume obblighi di informazione e custodia, con precipue responsabilità a tutela degli investitori e del mercato⁴⁶. La presenza di questa funzione centrale, d’altronde, è motivata dalla necessità di dare forma giuridica a un modello di circolazione che, senza un garante identificabile, rischierebbe di non offrire certezze su legittimazioni, proprietà e validità dei trasferimenti. Per tali ragioni, il legislatore ha previsto un sistema di vigilanza e responsabilità che non può prescindere da un referente deputato a rispondere di eventuali malfunzionamenti o mancate verifiche, specie in ordine alla corretta conservazione e al tempestivo aggiornamento⁴⁷.

SANTORO, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc. fin.*, 2024, 25 ss.; M. LIBERTINI, *L’evoluzione dei titoli di credito*, in *La Rivista del Diritto commerciale e la cultura giuridica – 120 anni*, Padova, 2024, 117 ss.

⁴⁶ R. LENER, *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in *Orizzonti*, 2024, 831, osserva come la figura del responsabile del registro (così come delineata dagli artt. 13, 23, 24) risulti priva di contorni pienamente definiti e, in certa misura, disallineata rispetto alla logica disintermediata dei sistemi DLT. Secondo l’A., si avrebbe, di fatto, un “registratore” dai poteri di controllo non ancora ben definiti, persino qualora la rete fosse di natura privata, e che potrebbe addirittura coincidere, in determinati contesti, con lo stesso emittente.

⁴⁷ Tale impostazione è comprensibile ove si considerino le esigenze di garanzia della certezza del diritto e di tutela degli investitori, principi fondamentali dell’ordinamento finanziario. La DLT (in particolare, la *blockchain*), infatti, nonostante la sua riconosciuta robustezza, non è immune da possibili malfunzionamenti di natura tecnica o da attacchi informatici, e non risolve – di per sé – i problemi legati a una potenziale mancanza di trasparenza o a pratiche manipolative. Il legislatore, ritenendo che un protocollo di validazione distribuita non

In tale contesto, emerge in modo ancor più evidente un'ulteriore ambiguità con riguardo alla nozione di “tenuta” di un registro che, per sua natura, non è concentrato in un unico archivio ma replicato fra molteplici nodi⁴⁸. Con un approccio tradizionale, parlare di “tenuta” del registro presupporrebbe che vi sia un soggetto dotato di un potere esclusivo sull'archivio, il quale ne gestisce in via definitiva la custodia e la validazione. La DLT, tuttavia, disarticola questo concetto, rendendo possibile che più nodi concorrano alla validazione. Il responsabile del registro, pertanto, non possiede materialmente il registro – il quale, nella sua essenza tecnologica, rimane distribuito – ma si limita, piuttosto, a garantirne la conformità alle norme, la correttezza dei dati inseriti e l'allineamento degli aggiornamenti, adottando procedure tali da favorirne la sicurezza e la trasparenza verso gli operatori. Da qui scaturisce la necessità di una lettura estensiva del termine “tenere”, che va inteso come presidio giuridico e tecnologico, e non come esercizio di potere materiale su un libro cartaceo⁴⁹.

È evidente che tale funzione, per quanto concettualmente distinta dalla detenzione materiale, risponda al medesimo bisogno di certezza dei traffici: la necessità di evitare conflitti o difformità nella circolazione degli strumenti finanziari esige che un singolo soggetto, debitamente responsabilizzato, assuma compiti di verifica e controllo. Una simile impostazione rischia tuttavia di condurre a un progressivo consolidamento delle funzioni di vigilanza, sino a riprodurre nel contesto DLT schemi già propri delle infrastrutture tradizionali, sul modello dei CSD, che nel regime dematerializzato esercitano poteri sostanzialmente analoghi.

Si comprende così come la configurazione di un registro “distribuito” ma sottoposto a una “responsabilità accentrata” rappresenti un modello ibrido, all'interno del quale la promessa di disintermediazione si scontra con l'imperativo di assicurare agli

bastasse a garantire la sicurezza giuridica necessaria, ha preferito individuare un'entità dotata di responsabilità specifiche. Questo comporta, tuttavia, l'introduzione di una soglia di centralizzazione in un sistema che, nelle sue concezioni più “pure”, tende, se non a escluderla, quantomeno a ridurla.

⁴⁸ L'art. 26 del Decreto recita testualmente che “Il responsabile del registro risponde dei danni derivanti dalla *tenuta* [corsivo aggiunto] del registro verso [...]”.

⁴⁹ Così E. LA SALA, F. GUELF, *op. cit.*, 1241.

investitori un referente univoco⁵⁰. La logica del legislatore cerca, infatti, di evitare i rischi di un ambiente totalmente privo di controllo, potenzialmente esposto a manipolazioni o a difficoltà probatorie. L'affidamento di un potere di supervisione a un soggetto che risponde delle informazioni contenute nel registro serve, dunque, a garantire che le certezze tradizionali sui diritti incorporati negli strumenti finanziari non vengano travolte da un'innovazione priva di contrappesi⁵¹.

La tensione tra decentralizzazione teorica e accentramento operativo non appare tuttavia insanabile: il ricorso ad un unico responsabile del registro, piuttosto che tradire la natura distribuita della DLT, denota l'esigenza di riallacciarla in un quadro coerente con i capisaldi della disciplina dei mercati finanziari. Fino a quando non emergeranno soluzioni tecnologiche e giuridiche in grado di rimettere integralmente la protezione degli investitori e la certezza delle operazioni alla sola struttura di consenso, la figura del responsabile del registro rimarrà un elemento cardine.

⁵⁰ Occorre precisare che il grado di disintermediazione o intermediazione in una struttura destinata alla gestione di strumenti digitali può variare sensibilmente in funzione delle scelte organizzative e tecnologiche operate. Se, da un lato, la presenza di un'infrastruttura di mercato fondata su DLT tende a introdurre specifiche modalità di validazione e trasferimento dei titoli, dall'altro la configurazione stessa della rete (ad esempio, se si tratta di un sistema aperto o di uno chiuso) può incidere sul numero e sulla natura degli intermediari coinvolti. Così, in uno scenario in cui gli strumenti digitali non passano attraverso una piattaforma DLT formalmente riconosciuta e in cui l'emittente ricopre anche il ruolo di responsabile del registro, la relazione tra la società e i sottoscrittori risente di una minore interposizione di terzi, con potenziali effetti di semplificazione e rapidità nella circolazione dei titoli. Diversamente, se la registrazione degli strumenti avviene presso un'infrastruttura di mercato DLT e il responsabile del registro non coincide con l'emittente, bensì con un SS DLT o un TSS DLT, risulta inevitabile il ricorso a ulteriori intermediari, in modo non dissimile da quanto accade nella gestione accentrata dei titoli dematerializzati. Affidare la tenuta del registro DLT a un soggetto diverso dall'emittente, di conseguenza, può indebolire almeno in parte la dimensione "distribuita" dell'architettura, introdotta dal legislatore proprio per favorire meccanismi di circolazione più snelli. Per approfondire si vedano S. CORSO, A. LAUDONIO, *op. cit.*; N. CIOCCA, *op. cit.*, 853 ss.

⁵¹ Tuttavia, il prezzo di tale garanzia è l'accentramento di compiti in capo a una figura che finisce per costituire un inevitabile *single point of failure*. Se infatti il responsabile si rivelasse sprovvisto di capacità tecniche ed organizzative, la presunta sicurezza offerta dalla rete distribuita potrebbe vanificarsi, e con essa la tutela degli investitori.

In prospettiva, non è escluso che, con il maturare della tecnologia e l'evolversi dell'ecosistema digitale, possano emergere forme di responsabilità più condivise che riducano la centralizzazione. Per il momento, però, il sistema si muove in un'ottica sperimentale e cauta, accogliendo l'innovazione tecnologica, ma incastonandola in un assetto fondato su regole di vigilanza e sulla necessità di un referente ben definito. Se questa soluzione comporti un'effettiva limitazione delle potenzialità disintermedie di una rete distribuita è questione aperta, che solo l'esperienza potrà chiarire.

3.1. *La distinzione tra DLT permissioned e permissionless e i riflessi sul responsabile del registro*

Il regime di sperimentazione lascia ampi margini di configurazione dell'infrastruttura tecnologica, che può assumere forma *permissioned*, *permissionless* o anche ibrida⁵², con l'unico obbligo per il responsabile del registro di depositare un'adeguata documentazione sulle soluzioni tecnologiche adottate e di renderle intellegibili alle autorità e agli investitori, affinché la decentralizzazione del protocollo non escluda la possibilità di appurare con certezza la legittimazione dei singoli partecipanti⁵³. L'ordinamento non opera però alcuna distinzione tra le

⁵² Un'architettura *permissioned* basata su criteri di adesione circoscritti e protocolli selettivi per la partecipazione dei nodi, nella quale il ruolo di ciascun nodo è predefinito e controllato, garantisce un livello di governabilità più elevato dell'intero registro o dell'infrastruttura di mercato. Al contrario, in un ambiente totalmente aperto (*permissionless*), come quello della *blockchain* sul modello *bitcoin*, i nodi possono entrare o uscire in qualsiasi momento, attenendosi unicamente a un protocollo informatico comune, ma senza altri vincoli d'accesso o di permanenza. Per approfondire, P. MATERA, A. BENINCAMPI, *op. cit.*, 23; G.P. LA SALA, *op. cit.*, 556.

⁵³ In termini generali, dunque, gli operatori mantengono ampia discrezionalità nella definizione dell'infrastruttura DLT, potendo adottare soluzioni di varia natura – comprese forme ibride che incorporino più profili tecnologici (v. All. 2, Reg. Consob) – a condizione che siano rispettati gli obblighi posti tanto dal Regolamento (art. 7) quanto dal Decreto (artt. 13 e 23, comma 2), i quali attribuiscono al gestore dell'infrastruttura DLT e al responsabile del registro la responsabilità di garantire la conformità dell'intero impianto di mercato e del registro digitale alle prescrizioni stabilite dagli stessi atti. Qualora, invece, tali strumenti non siano ammessi a negoziazione su una piattaforma di mercato DLT, la titolarità del registro – subordinata all'iscrizione nell'elenco curato dalla Consob e al soddisfacimento dei

diverse architetture, preferendo mantenere un'impostazione di neutralità tecnologica⁵⁴. Questa scelta, pur coerente con l'approccio generale del legislatore europeo, solleva nondimeno alcune criticità: se le due architetture condividono elementi tecnici comuni, esse presentano differenze significative nella distribuzione dei poteri tra i soggetti coinvolti. Considerarle in maniera indifferenziata rischia non considerare tale divergenza, con possibili effetti di sproporzione nell'attribuzione delle responsabilità al responsabile del registro.

Nelle DLT *permissioned*, l'accesso al registro può essere aperto, ma la partecipazione al processo di validazione e consenso è riservata a soggetti selezionati da un'entità centrale o comunque da regole prestabilite, con una distribuzione differenziata dei ruoli dei nodi (tra validazione, mera conservazione e altre funzioni). In tali contesti, il responsabile del registro non si limita ad assicurare la conformità formale delle scritture, ma finisce per incidere sulla stessa *governance* dell'infrastruttura, potendo influire – direttamente o indirettamente – sulla composizione dei validatori e sulle modalità di partecipazione⁵⁵. Ne deriva un ampliamento delle sue funzioni di

requisiti indicati negli artt. 20 e 25 del Decreto – può essere assunta dallo stesso emittente oppure da un intermediario. Cfr. G.P. LA SALA, *op. cit.*, 564-565.

⁵⁴ Sul principio di neutralità tecnologica, v. Considerando 9 e 10 DLT Pilot Regime, secondo cui «i gestori delle infrastrutture di mercato DLT dovrebbero garantire di essere in grado di rispettare tutti i requisiti applicabili, indipendentemente dalla tecnologia utilizzata». Lo stesso criterio è ribadito dal considerando n. 9 MiCAR, attraverso la formula «stessa attività, stessi rischi, stesse norme», cui corrisponde il principio opposto «diversa attività, diversi rischi, diverse norme». Sul punto, D. SARTI, *La funzione non finanziaria dei token MiCAR*, in *Orizzonti*, 2024, 766 ss., il quale sottolinea come il principio non sia privo di problematicità, poiché già temperato dal DLT Pilot Regime, che entro certi limiti consente deroghe alla disciplina MiFID per favorire lo sviluppo delle infrastrutture di mercato DLT. Più in generale, si veda anche F. BERTELLI, *Il regime pilota per le DLT tra principio di neutralità tecnologica e nuove strategie di cooperazione tra pubblico e privato*, in *Rass. dir. civ.*, 2023, 370.

⁵⁵ Tale configurazione produce quindi una distribuzione differenziata dei ruoli dei nodi – alcuni abilitati alla validazione, altri alla mera conservazione di una copia del registro – accentuando l'incidenza della *governance* centralizzata anche in un contesto distribuito. Cfr. L. CANTISANI, S. SATHYANARAYANAN, *Blockchains and smart contracts: general overview, and aspects of governance and liability*, in *Dir. econ. impr.*, 2020, 180 ss.; D. YERMACK, *Corporate Governance and Blockchains*, in *Rev. Fin.*, 2017, 7; P. MATERA, A. BENINCAMPI, *op. cit.*, 23 ss.; nonché ESMA, *Report on the DLT Pilot Regime*, 27 settembre 2022, 12.

garanzia, che difficilmente può essere ricondotto a un regime uniforme di responsabilità senza correre il rischio di sottostimare il potere effettivamente esercitato in simili configurazioni.

Nei sistemi *permissionless*, al contrario, la validazione delle transazioni è affidata a un insieme potenzialmente illimitato di nodi, che partecipano secondo regole algoritmiche predeterminate. In tale contesto, il responsabile del registro rimane formalmente gravato di obblighi di correttezza, integrità e sicurezza, ma si trova privo di poteri effettivi per incidere sulle dinamiche di consenso. L'asimmetria tra doveri imposti e poteri esercitabili genera così il rischio di una responsabilità la cui effettività risulta limitata, che finisce per attribuire a un soggetto individuato il presidio di rischi diffusi e intrinsecamente non dominabili⁵⁶.

La scelta del legislatore di non distinguere tra le diverse configurazioni che può assumere una DLT, pur volta a preservare la neutralità regolatoria, finisce dunque per trascurare divergenze profonde nella distribuzione dei poteri e delle responsabilità. Si ricostruisce così, anche nei sistemi distribuiti, una figura di garante centralizzato, ma al prezzo di effetti paradossali: un eccesso di regolazione nei sistemi chiusi, dove il responsabile già dispone di ampi poteri, e una responsabilità solo parzialmente effettiva nei sistemi aperti, nei quali i suoi strumenti di intervento risultano significativamente ridotti. È pertanto lecito domandarsi se la neutralità normativa non si traduca, di fatto, in una rinuncia a calibrare gli obblighi sul concreto assetto tecnologico, lasciando irrisolta la questione cruciale del rapporto tra architettura della rete e configurazione delle responsabilità. La distinzione tra le due architetture, dunque, non è un dettaglio tecnico ma un parametro che dovrebbe orientare l'interpretazione e la calibrazione degli obblighi del responsabile del registro, pur dovendosi riconoscere che essa non esaurisce i profili problematici che verranno affrontati nei paragrafi successivi.

⁵⁶ Sul punto, si veda S. CORSO, *op. cit.*, 892 ss., la quale evidenzia la difficoltà di assicurare certezza di legittimazione in architetture aperte; A. ZANARDO, *Effetti della scritturazione su registri distribuiti... Quale rapporto con la disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione?*, in *Orizzonti*, 930. Per approfondire, si veda anche N. DE LUCA, *op. cit.*, 239.

4. I profili di responsabilità del responsabile del registro: un tentativo di ricostruzione e di sistematizzazione

La figura del responsabile del registro, così come delineata dalla disciplina del d.l. n. 25/2023, si presenta come una novità di sistema la cui precisa collocazione nel quadro della responsabilità civile non è priva di incertezze e ambiguità. La scelta del legislatore di attribuire a un soggetto identificabile la responsabilità della “tenuta” del registro si inserisce, come si è visto, in un contesto regolatorio che intende temperare l’apertura tecnologica dei sistemi distribuiti con l’esigenza di assicurare certezze giuridiche nella circolazione degli strumenti finanziari digitali. Tuttavia, proprio l’innovatività di questa figura, sospesa tra tecnica e diritto, tra decentralizzazione e accentramento, solleva interrogativi sulla ricostruzione del regime di responsabilità che ne deriva.

La norma di riferimento (art. 26)⁵⁷, infatti, si limita a delineare l’ambito di applicazione soggettivo e oggettivo⁵⁸, senza tuttavia chiarire

⁵⁷ Il principio di responsabilità previsto dall’art. 23 del DLT Pilot Regime è stato recepito nel sistema nazionale con l’art. 26 del Decreto, in base al quale il responsabile è tenuto a risarcire i danni derivanti dalla tenuta del registro sia nei confronti dell’emittente, salvo il caso in cui quest’ultimo coincida con il medesimo responsabile, sia nei confronti dei soggetti a favore dei quali le scritturazioni sono state o avrebbero dovuto essere effettuate, qualora non riesca a dimostrare di aver adottato tutte le misure idonee a prevenire il danno. In tal modo, il legislatore instaura una forma di responsabilità dalla quale il responsabile del registro può esimersi solo fornendo l’apposita prova liberatoria. A ciò si aggiunga che lo stesso risponde dei danni cagionati al titolare della scritturazione o, qualora siano soggetti distinti, all’investitore, laddove tali danni derivino da informazioni false oppure da informazioni idonee a indurre in errore, come pure dall’omissione di notizie dovute. In questo secondo caso, la prova liberatoria consiste nell’aver operato con la diligenza necessaria a garantire la correttezza e la completezza del contenuto informativo del registro.

⁵⁸ La disposizione si rivolge al solo responsabile del registro, figura che coincide con l’emittente degli strumenti finanziari digitali ovvero con il terzo dallo stesso designato e iscritto nell’elenco Consob (art. 1, co. 1, lett. l). Sul piano oggettivo, la responsabilità abbraccia «i danni derivanti dalla tenuta del registro», formula che, a differenza dell’art. 7, par. 6, DLT Pilot Regime, limitato alla perdita di fondi/strumenti o alla cessazione dell’attività del gestore DLT, copre ogni pregiudizio riconducibile alla gestione del libro DLT, fatti salvi i casi in cui il responsabile provi di aver adottato tutte le misure idonee ad evitarlo. Sul punto, si veda A. LAUDONIO,

se la responsabilità del nuovo soggetto possa essere ricondotta entro le categorie tradizionali del diritto civile, oppure se imponga di riconoscere una categoria autonoma modellata sulle specificità di un ambiente DLT. Ne discende l'esigenza di un'analisi che, pur muovendo dalle figure note della responsabilità contrattuale, oggettiva, da *disclosure* e da custodia, sappia anche misurarne i limiti e valutare la possibile emersione di un paradigma distinto, che potremmo definire "responsabilità da presidio tecnologico".

In questo scenario si avverte pertanto l'esigenza di operare un tentativo di ricostruzione sistemica delle diverse forme di responsabilità che si profilano a carico del responsabile del registro. L'esercizio si rivela tanto più necessario se si considera che, pur collocandosi in un ambito di forte innovazione tecnologica, tale figura resta soggetta a regole di responsabilità largamente riconducibili a categorie note, ma che devono essere adattate alle peculiarità dei sistemi distribuiti. Proprio questo adattamento, tuttavia, mette in luce profili che sfuggono a una mera trasposizione degli schemi tradizionali e che rendono plausibile la costruzione di un modello autonomo di responsabilità.

4.1. *Responsabilità aggravata o oggettiva*

Il primo profilo di criticità concerne la presunzione di responsabilità che l'art. 26 del decreto ricollega alla «tenuta del registro». La disposizione prevede che il responsabile del registro risponda dei danni cagionati tanto all'emittente degli strumenti (ove questi non coincida col responsabile), quanto ai soggetti a favore dei quali le scritturazioni sono effettuate (o dovrebbero essere effettuate)⁵⁹. L'esonero di responsabilità è subordinato alla prova, a carico dello stesso responsabile, di aver adottato «tutte le misure idonee ad evitare il danno». È infatti contemplata un'esclusione dal regime di responsabilità per tutte quelle ipotesi in cui il danno sia riconducibile a malfunzionamenti tecnici della rete DLT non imputabili al responsabile del registro, purché quest'ultimo sia in grado di dimostrare, ai sensi

Commento all'art. 26, in Commentario al Decreto Fintech, M. Onza (a cura di), in corso di pubblicazione, consultato per cortesia dell'autore.

⁵⁹ Art. 26, primo comma, Decreto.

dell'art. 26, comma 2, di aver esercitato la diligenza necessaria a garantire la correttezza e la completezza delle informazioni⁶⁰.

Questo meccanismo, che la Relazione illustrativa avvicina al modello dell'art. 2050 c.c.⁶¹, mostra chiaramente come il legislatore intenda configurare la “custodia” del registro come un'attività intrinsecamente rischiosa, almeno per le potenziali ricadute economiche e finanziarie che derivano da possibili malfunzionamenti o attacchi esterni. Tuttavia, da ciò non discende automaticamente una responsabilità oggettiva in senso tecnico: più correttamente, siamo dinanzi a una presunzione relativa di colpa, che avvicina il regime a quello delle attività pericolose senza però eliminarne del tutto l'ancoraggio al parametro della diligenza. La logica è quella di aggravare l'onere probatorio in capo all'operatore, imponendogli di dimostrare di aver fatto tutto il possibile per scongiurare l'evento dannoso⁶².

⁶⁰ Cfr. S.L. FURNARI, *Le norme che disciplinano il settore DeFi*, in *La Finanza Decentralizzata*, Roma, 2023, 114.

⁶¹ Con riguardo all'art. 26, comma 1, il Dossier, *Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech*. D.L. 25/2023 - A.S. 605, consultabile online al seguente link: <https://www.senato.it/japp/bgt/showdoc/19/DOSSIER/0/1372833/index.html>, specifica che «Il decreto legge ricalca lo schema previsto dall'articolo 2050 c.c. sulla responsabilità per danni da esercizio di attività pericolose. La responsabilità in capo al responsabile del registro sembrerebbe configurarsi come una responsabilità di natura oggettiva. A ben vedere la mancata adozione di tutte le misure idonee ad evitare il danno non significa necessariamente violazione di un dovere di condotta. La presunzione *iuris tantum* riguarda l'elemento psicologico della colpa, ma non il fatto illecito, né il nesso eziologico fra fatto ed evento che devono, invero, essere provati dai danneggiati. Per liberarsi dalla responsabilità il responsabile del registro non solo deve fornire la prova negativa di non aver commesso alcuna violazione delle norme di legge o di comune prudenza, ma deve anche fornire la prova positiva di aver impiegato ogni cura o misura atta ad impedire l'evento dannoso, in modo che anche il fatto del danneggiato o del terzo possa produrre effetti liberatori solo se per la sua incidenza e per la sua rilevanza sia tale da escludere il nesso causale tra l'attività svolta e l'evento».

⁶² L'ispirazione tratta dall'art. 2050 c.c. suggerisce, dunque, un accostamento al paradigma delle “attività pericolose”, che tradizionalmente esigono un livello di diligenza superiore alla media, e al contempo rimettono in capo all'operatore l'onere di provare di aver fatto tutto il possibile per scongiurare l'evento dannoso. In generale, sulla responsabilità per attività pericolosa ex art. 2050 c.c. come responsabilità

In questa prospettiva, la presunzione di colpa si ribalta sul responsabile, che deve dimostrare di avere adottato ogni cautela tecnica e organizzativa idonea a garantire la regolarità delle scritturazioni⁶³. Ne deriva l'esigenza di dotarsi di procedure adeguate e, per i soggetti non già tenuti ad analoghe coperture dalla propria normativa di settore, della stipula di una polizza assicurativa o di garanzie equivalenti⁶⁴. Al tempo

oggettiva, si veda, per tutti, F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2024, 727. L'apparente consonanza letterale fra l'art. 26 Decreto e l'art. 2050 c.c. – prototipo della responsabilità per attività pericolose, fondato su un'inversione dell'onere probatorio – ha indotto parte della dottrina a collocare il responsabile del registro entro questa categoria. In questo senso E. LA SALA, F. GUELFI, *op. cit.*, 1246; M. PASSARETTA, *Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali*, in *Media Laws*, 2024, 1 ss. Diversamente: A. LAUDONIO, *Commento all'art. 26*, cit., il quale, sebbene la formulazione richiami quella dell'art. 2050 c.c., respinge l'assimilazione alla logica delle "attività pericolose". Secondo l'A., il legislatore non ha voluto punire lo svolgimento di un'attività intrinsecamente rischiosa (*quod non est*), bensì designare nel responsabile un garante della fiducia degli investitori. La regola, dunque, non lo vincolerebbe in via automatica al risarcimento, ma gli accorderebbe una *liberazione condizionata* alla prova di aver adottato tutte le misure idonee, secondo uno schema già previsto per altre fattispecie (artt. 2047, comma 1; 2048, comma 3; 2051-2054 c.c.). In tal modo, il rischio rimane attenuato e si giustifica – a differenza di quanto avviene per i CSD – la presenza di un'esimente calibrata sul grado di diligenza professionale dimostrato.

⁶³ Tale criterio si applica sia al danno derivante da malfunzionamenti o perdite di dati tecnici, sia a eventi di compromissione esterni (quali attacchi informatici), purché al responsabile fosse ragionevolmente possibile prevenirli o mitigarli con un adeguato livello di diligenza. La prova liberatoria richiesta dall'art. 26 verosimilmente dovrà allinearsi all'orientamento giurisprudenziale maturato in tema di attività pericolose, che pretende una dimostrazione puntuale dell'adozione di tutte le misure tecniche ragionevolmente esigibili per scongiurare l'evento dannoso, sebbene la prassi riveli come tale soglia sia raramente raggiunta.

⁶⁴ L'obbligo di stipulare una polizza assicurativa (o di prestare garanzie equivalenti) è previsto dall'art. 19, co. 1, lett. c) e d), Decreto, per i soggetti che intendono assumere la funzione di responsabile del registro DLT e non siano già assoggettati a requisiti prudenziali di settore. La previsione non si estende alle categorie di cui alle lett. a) e b) del medesimo comma (banche, imprese di investimento, gestori di mercati regolamentati, CSD autorizzati), poiché tali intermediari sono già coperti dai presidi patrimoniali e assicurativi imposti, rispettivamente, da TUB, TUF, CRR e CSDR. La polizza – o la garanzia equivalente – funge da rete di sicurezza per gli investitori, assicurando un indennizzo nel caso in cui il responsabile cagioni danni nell'esercizio delle proprie funzioni: un presidio essenziale per mitigare gli effetti economici di eventi avversi e rafforzare la fiducia nel nuovo ecosistema DLT. In parallelo, i requisiti patrimoniali, organizzativi e

stesso, non è irragionevole temere che tale onere probatorio si riduca, in concreto, a un adempimento formale: la semplice esibizione di protocolli e *policy* standardizzati potrebbe bastare a integrare la prova liberatoria, trasformandola in un esercizio di *compliance* puramente dichiarativo che rischierebbe di svuotare la funzione sostanziale di tutela.

Un ulteriore elemento di complessità deriva altresì, come anticipato, dalla distinzione tra registri *permissioned* e *permissionless*. Nel primo caso, il responsabile ha un effettivo potere di presidio, cosicché l'onere probatorio risulta proporzionato al ruolo assunto; nel secondo, invece, la decentralizzazione delle funzioni rende più arduo sostenere che un singolo soggetto possa davvero adottare “tutte le misure idonee”⁶⁵.

In questa prospettiva, la disciplina dell'art. 26 va letta alla luce del più ampio dibattito sulla responsabilità aggravata e sul rischio d'impresa. È stato, infatti, osservato che l'inversione dell'onere probatorio e le presunzioni stringenti, pur formalmente ancorate alla colpa, finiscono per avvicinare tali regimi alla responsabilità oggettiva, trasferendo i costi del rischio sull'operatore che trae beneficio

personali (onorabilità) previsti dallo stesso art. 19 assicurano che la gestione dei registri sia affidata a operatori solidi e professionalmente affidabili, trasponendo in chiave tecnologica principi già consolidati nel diritto finanziario. In questo senso, M. ONZA, *op. cit.*, 235.

⁶⁵ Questa configurazione strutturale rende estremamente arduo ricondurre la *governance* a un centro decisionale unitario, con conseguente incertezza quanto all'individuazione di un foro competente e alla determinazione della legge applicabile. Cfr. F. MATTASSOGLIO, *Quale futuro per bitcoin e la sua decentralizzazione? Riflessioni in attesa della pronuncia sul caso Tulip Trading*, in questa *Rivista*, 2023, I, 294, in cui l'A. evidenzia l'inconciliabilità di una simile previsione con la logica della DLT *permissionless* pura, la quale, per sua stessa configurazione, rende estremamente difficile attribuire la gestione del sistema a soggetti identificabili, proprio a causa dell'assenza di ruoli chiaramente definiti tra i partecipanti alla rete. Cfr. anche A. LAUDONIO, *Commento dell'art. 26*, cit., in cui si osserva che l'obbligo di concentrare in un unico soggetto il potere e l'obbligo di garantire il corretto funzionamento del meccanismo «finisce per rappresentare un limite alla (apparente) libertà di scelta strutturale della DLT», imponendo, di fatto, il ricorso a modelli *permissioned*. Sottolineano invece una maggiore compatibilità delle DLT di tipo *permissioned* con le esigenze del diritto societario N. CIOCCA, *op. cit.*, 842; A. LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs*, cit., 111 ss.; S. CORSO, A. LAUDONIO, *op. cit.*, 151 ss.; S. CORSO, *op. cit.*, 897 ss.

dall'attività⁶⁶. La responsabilità aggravata si configura così come strumento di allocazione del rischio, volto a internalizzare nell'impresa i costi connessi a un'attività potenzialmente pericolosa⁶⁷.

Il parallelismo con altri settori è evidente: nei servizi di pagamento, ad esempio, la disciplina delle operazioni non autorizzate e la clausola di riaddebito mirano a collocare il rischio di frode sull'intermediario, anche in assenza di colpa⁶⁸; analogamente, nella responsabilità da prodotto difettoso, il criterio dirimente non è l'accertamento della negligenza, ma la necessità di garantire che i danni siano sopportati dal produttore, quale soggetto meglio in grado di prevenirli⁶⁹. L'evoluzione

⁶⁶ Così P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961, 75 ss., il quale sostiene che chi esercita un'attività economica deve sopportarne i rischi intrinseci, rispondendo dei danni causati a terzi anche in assenza di colpa. Nello stesso senso, U. CARNEVALI, *La responsabilità del produttore*, Milano, 1974; P. CASTRONOVO, *La responsabilità civile*, Milano, 2018, 139 ss.

⁶⁷ Già G. ALPA, *Responsabilità dell'impresa e tutela del consumatore*, Milano, 1975, delineava la responsabilità dell'impresa verso i consumatori come un sistema che integra profili di tutela civile e doveri di prevenzione, enfatizzando il ruolo dell'organizzazione imprenditoriale nel risarcire i pregiudizi causati dai propri prodotti o servizi. Si veda, in tempi più recenti, anche G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d'impresa*, Milano, 2015.

⁶⁸ Un parallelo può tracciarsi con la disciplina dei servizi di pagamento, dove la clausola di riaddebito (*charge-back*) è stata intesa come meccanismo di allocazione del rischio: il costo delle operazioni non autorizzate viene posto a carico del prestatore di servizi di pagamento e, in ultima analisi, trasferito sul lato professionale della transazione (*issuer, acquirer, esercente*), anziché sull'utente finale. La stessa logica ispira la normativa europea (PSD2), che riconosce al cliente il diritto al rimborso salvo dolo o colpa grave, lasciando l'onere economico all'intermediario, meglio attrezzato per prevenirlo o assicurarne gli effetti. Sul punto, U. MALVAGNA, *Clausola di riaddebito e servizi di pagamento*, Milano, 2018, 130 ss., il quale evidenzia come la clausola di riaddebito si configuri proprio come un programma di distribuzione del rischio d'impresa, che colloca le perdite dove possono essere meglio assorbite e prevenute (dall'intermediario finanziario, dotato di mezzi organizzativi e assicurativi). Per approfondire, si veda anche F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Milano, 2020, 151 ss.

⁶⁹ Sul punto, G. ALPA, M. BESSONE, *La responsabilità del produttore*, Milano, 1987; G. ALPA, U. CARNEVALI, F. DI GIOVANNI, G. GHIDINI, U. RUFFOLO, C. M. VERARDI, *La responsabilità per danno da prodotti difettosi*, Milano, 1990; G. ALPA, *La nuova disciplina della responsabilità del produttore*, in *Corriere giur*, 1988, 781 ss.; ID., *La responsabilità del produttore*, Milano, 2019; P. CASTRONOVO, *Problema e sistema nel danno da prodotti*, Milano, 1979; F. GALGANO, *Responsabilità del*

normativa sembrerebbe dunque aver recepito queste istanze: dalla responsabilità per attività pericolose alla responsabilità per danno da prodotti difettosi, si assiste a una progressiva espansione di ipotesi di responsabilità oggettiva o aggravata, tutte accomunate dalla logica di far gravare il rischio dell'attività su chi la esercita professionalmente.

La scelta legislativa nel Decreto Fintech si inserisce dunque in questa traiettoria evolutiva: il responsabile del registro non è gravato solo di obblighi di diligenza individuale, ma soprattutto del compito di farsi carico dei rischi tecnologici insiti nella gestione dell'infrastruttura, in coerenza con la logica secondo cui chi trae vantaggio dall'attività deve anche sopportarne i costi. In altre parole, la responsabilità civile acquista una funzione preventiva ed efficiente: il regime di responsabilità oggettiva per rischio d'impresa svolge una precisa funzione economica, spingendo l'imprenditore a ridurre il pericolo al minimo compatibile con l'esercizio dell'attività.

In definitiva, il regime delineato dall'art. 26 sembra collocarsi in una zona intermedia: non del tutto oggettiva, ma certamente aggravata rispetto al modello ordinario della responsabilità per colpa. Questa qualificazione, pur utile a orientare l'interprete, non esaurisce però le peculiarità della figura, che restano legate alla natura del presidio tecnologico esercitato sul registro e che non sempre trovano riscontro nelle categorie tradizionali.

4.2. *Responsabilità contrattuale*

Accanto al regime di responsabilità aggravata, si profila un ulteriore piano di responsabilità contrattuale, che sorge dal rapporto fra il responsabile del registro e gli operatori (emittenti o investitori) i quali, di regola, fanno affidamento sulla correttezza dell'infrastruttura digitale e sui servizi di validazione e custodia prestati dal responsabile⁷⁰. L'art. 1218 c.c. fornisce la base giuridica per sanzionare eventuali

produttore, 1986, 995 ss.; S. PATTI, *Ripartizione dell'onere, probabilità e verosimiglianza nella prova del danno da prodotto*, in *Riv. dir. civ.*, 1990, 705 ss.

⁷⁰ Il Decreto stesso fornisce un'ulteriore conferma di questo complesso regime "doppio" (oggettivo e contrattuale), specificando che la responsabilità del responsabile persiste anche quando il danno derivi da omesse validazioni o da squilibri funzionali che avrebbero potuto essere evitati mediante la diligenza adeguata alle circostanze.

inadempimenti agli obblighi contrattualmente assunti: ad esempio, l'omessa registrazione di un trasferimento, la ritardata esecuzione di un'operazione (in grado di provocare un danno al titolare, come la perdita della possibilità di esercitare un diritto)⁷¹, oppure la mancanza di adeguate misure di sicurezza, se e in quanto ascrivibili a una colpa del responsabile, possono radicare un'azione risarcitoria⁷².

D'altronde, il comma 1 dell'art. 26 sancisce l'obbligo del responsabile del registro di risarcire l'emittente per *tutti* i danni derivanti dalla tenuta del registro, qualora le due figure non coincidano. La previsione – apparentemente pleonastica, poiché il responsabile è comunque vincolato all'emittente da un rapporto negoziale che presuppone il consenso di quest'ultimo alla tokenizzazione⁷³ – acquista, tuttavia, rilievo sistemico in almeno due direzioni.

⁷¹ Evenienza che, specie nelle reti ad accesso aperto, può dipendere dalla congestione o dalla lentezza della procedura di validazione. Sul punto, va precisato che nei registri *permissioned* il responsabile esercita un controllo diretto sulla capacità operativa dei nodi e può quindi essere chiamato a rispondere di eventuali ritardi imputabili a difetti di configurazione o di gestione dell'infrastruttura. Diversa è la situazione dei registri *permissionless*, dove la velocità di esecuzione dipende dal livello complessivo di potenza di calcolo (nel caso di sistemi basati su *proof-of-work*) o dalla capacità di validazione messa a disposizione dai partecipanti (nel caso di sistemi *proof-of-stake*). In tali scenari il responsabile non è tenuto a garantire *ex ante* la capacità globale della rete, ma resta comunque obbligato a selezionare con diligenza la piattaforma utilizzata, a informare adeguatamente gli utenti circa possibili ritardi e, ove possibile, a predisporre protocolli di gestione che riducano il rischio di mancata tempestività. Un esempio concreto è offerto dalle congestioni della rete Ethereum osservate nel 2020-2021, che hanno determinato tempi di conferma delle transazioni sensibilmente più elevati e costi aggiuntivi per gli utenti. Per approfondire i rischi tecnici e sistemici delle reti DLT, cfr. ESMA, *Report on the Functioning and Review of the DLT Pilot Regime - Pursuant to Article 14 of Regulation (EU) 2022/858*, 25 giugno 2025.

⁷² Gli obblighi esposti evidenziano come la posizione del responsabile del registro comporti anche nuovi rischi e potenziali responsabilità rispetto al passato. In particolare, il responsabile risponde della veridicità e validità delle registrazioni sul registro distribuito. Eventuali malfunzionamenti del sistema, vulnerabilità informatiche o errori nella gestione operativa del registro potrebbero compromettere l'affidabilità della piattaforma, con effetti diretti sui diritti soggettivi degli investitori. Ad esempio, se a causa di un *bug* o di un attacco *hacker* il registro perdesse traccia di alcune transazioni, i titolari potrebbero subire danni (come la perdita di *asset* digitali o l'impossibilità di esercitare diritti di voto).

⁷³ Cfr. art. 1, comma 1, lett. l); art. 18, comma 3, lett. a), del Decreto.

In primis, la formula “tutti i danni” dispiega una portata ben più ampia di quella delineata dall’art. 7, par. 6, DLT Pilot Regime, circoscritta alla perdita di fondi, garanzie reali o strumenti DLT. Da ciò discende che eventuali pattuizioni limitative di responsabilità stipulate tra emittente e responsabile non possono neutralizzare il credito risarcitorio dell’emittente, né opporsi *erga omnes* agli investitori beneficiari delle scritturazioni⁷⁴.

In secundis, la disposizione fa da contraltare alla diversa ipotesi in cui l’emittente cumuli su di sé la qualifica di responsabile del registro (eventualità ammessa, come osservato, dagli artt. 19 e 23). In tale scenario lo speciale regime dell’art. 26 non opera: l’emittente-responsabile sarà direttamente tenuto, ex artt. 1218 e 1223 c.c., verso i titolari degli strumenti finanziari digitali in relazione a ogni inadempimento degli obblighi di registrazione, manutenzione e aggiornamento, a prescindere dalla tecnologia adoperata, in coerenza con il principio di neutralità tecnologica⁷⁵.

Resta fermo che, qualora il responsabile (diverso dall’emittente) presti servizi accessori – e.g. custodia chiavi o *wallet* – a beneficio degli investitori, la sua responsabilità seguirà l’ordinaria responsabilità contrattuale, con applicazione delle norme sul deposito o sul mandato, secondo la natura del servizio reso.

È chiaro che la natura particolarmente tecnica della prestazione comporta, da un lato, l’esigenza di definire con maggiore precisione gli *standard* di diligenza professionale ai quali il responsabile è tenuto e, dall’altro, la necessità di chiarire l’estensione dei suoi obblighi quando subentrino eventi estranei alla sua sfera di controllo (come, ad esempio, potrebbe avvenire in caso di mancata sincronizzazione con altre infrastrutture di mercato DLT, ovvero di difficoltà di interoperabilità rispetto ad un altro responsabile). Il problema si fa ancor più complesso se si considera che, in un ambiente distribuito, alcuni passaggi tecnici potrebbero non ricadere nella disponibilità effettiva del responsabile, lasciando peraltro incerto se e in che modo l’utente danneggiato possa rivalersi su altri soggetti di filiera. Anche in questo caso, la prassi applicativa e gli interventi futuri potranno stabilire se la responsabilità contrattuale sia sempre destinata a gravare su chi gestisce

⁷⁴ Così A. LAUDONIO, *Commento all’art. 26*, cit.

⁷⁵ *Idem*.

nominalmente il registro, o se, in ipotesi, possano emergere responsabilità concorrenti con altri operatori.

In definitiva, pur assumendo una base contrattuale solida, anche questo regime mostra limiti quando si confronta con la complessità tecnica dei registri distribuiti: le clausole generali di diligenza e di corretto adempimento faticano a misurarsi con scenari di validazione decentralizzata o di interoperabilità tra registri. Come già osservato per la responsabilità aggravata, anche qui riaffiora l'esigenza di un inquadramento ulteriore, capace di valorizzare il presidio tecnologico quale fonte autonoma di responsabilità.

4.3. *Responsabilità da disclosure*

Un ulteriore orizzonte di responsabilità si apre allorché il danno lamentato scaturisce da informazioni incomplete o fuorvianti, in ragione dell'obbligo, gravante sul responsabile, di assicurare l'accuratezza delle comunicazioni rese al mercato sulle peculiarità del registro⁷⁶. L'art. 26 del Decreto attribuisce rilevanza primaria alla trasparenza sulle modalità operative del registro, sui protocolli di sicurezza adottati e sulle ragioni di eventuali modifiche o anomalie⁷⁷. Se è vero che la tecnologia distribuita, di per sé, tende ad assicurare un elevato grado di tracciabilità, è altrettanto vero che la corretta interpretazione dei dati – per esempio, la spiegazione degli algoritmi di

⁷⁶ Diversamente dalla tradizionale dematerializzazione centralizzata, nella quale gli investitori fanno riferimento a un depositario noto e regolamentato (ad es., Monte Titoli in Italia), la DLT richiede una chiara *user education* e una puntuale informativa sulle peculiarità tecnologiche e sui possibili rischi di malfunzionamento. L'obbligo di informare correttamente i partecipanti si estende, inoltre, alla comunicazione di eventuali modifiche del protocollo e alla necessità di intervenire per difendersi da attacchi o aggiornare la *chain*. Un'omessa o carente trasparenza può incrementare esponenzialmente le perdite a carico degli utenti e, di conseguenza, tradursi in un profilo di responsabilità per il gestore.

⁷⁷ Il Regolamento, al contrario, si limita a disciplinare la responsabilità del gestore dell'infrastruttura DLT con riferimento esclusivo alla perdita di fondi, strumenti finanziari o garanzie, senza estendersi alle ipotesi di responsabilità per la diffusione di informazioni inesatte o incomplete (art. 7, par. 6, Reg.). È inoltre previsto un limite quantitativo alla responsabilità, che non può eccedere il valore degli strumenti finanziari al momento in cui la perdita si è verificata.

consenso o degli *smart contract* utilizzati – risulta essenziale per l’investitore⁷⁸.

In una tecnologia in cui molti aspetti fondamentali (dal meccanismo di consenso alle ipotesi di *fork* che possono coinvolgere l’intero registro⁷⁹, fino alla strategia di transizione e alle soluzioni di emergenza in caso di attacchi) risultano di non immediata comprensione per l’investitore medio, l’adeguatezza e la trasparenza delle comunicazioni divengono parametri essenziali. Il richiamo all’“investitore medio” va però inteso in senso funzionale, come espressione di una esigenza generale di intelligibilità delle informazioni: in primo luogo a beneficio degli operatori professionali (naturali destinatari dell’attuale regime), ma con possibili ricadute anche per investitori non professionali, qualora coinvolti indirettamente o in eventuali estensioni future del mercato. La mancata esplicitazione di aspetti critici o la diffusione di informazioni parziali possono infatti tradursi in un pregiudizio concreto, tanto più grave quanto maggiori sono i volumi di scambio realizzati su tali piattaforme.

Lo schema previsto ricorda, per molti versi, la responsabilità conseguente alle inesattezze dei prospetti disciplinata dall’art. 94

⁷⁸ Il generale dovere di trasparenza di cui all’art. 23, comma 1, del Decreto esige che siano diffuse tutte quelle informazioni che siano necessarie al raggiungimento di una scelta d’investimento consapevole.

⁷⁹ Per *fork* si intende l’evento – tipico delle *blockchain* – in cui, a seguito di modifiche del protocollo o di disaccordi sul metodo di consenso, il *ledger* si biforca generando due (o più) catene che da quel momento evolvono autonomamente. Si tratta dunque di un fenomeno infrastrutturale che coinvolge l’intero registro e tutti gli strumenti ivi scritturati, non singole posizioni. Diversamente, l’attribuzione coattiva di un titolo (o di un blocco di titoli) a un soggetto per effetto di un provvedimento giudiziario o amministrativo non è una *fork*, poiché incide solo sulla titolarità di quelle posizioni lasciando immutata l’unità della catena. In caso di *fork* vera e propria nasce la questione di stabilire quale catena debba essere considerata “ufficiale” ai fini della validità e dell’efficacia dei diritti – in particolare, quelli incorporati in strumenti finanziari – che vi sono rappresentati. Il dibattito si concentra sull’eventuale potere del responsabile del registro di identificare la catena legittima e sui relativi limiti di contestazione, nonché sulle responsabilità conseguenti a tale scelta. Tra le soluzioni ipotizzate figura la previsione, *ab origine*, di un accordo contrattuale che stabilisca la catena da ritenersi valida in caso di *fork*; tuttavia, questa forma di elezione preventiva non è esente da incertezze, specie nell’ipotesi in cui la nuova catena vanti un ampio consenso da parte della comunità di nodi.

TUF⁸⁰: anche in quell'ambito, la responsabilità per informazioni errate o lacunose a danno degli investitori è sottoposta a un regime di prova liberatoria analogo, con inversione dell'onere probatorio sull'autore del documento. Qui, si applica un analogo criterio rafforzato, vincolando il responsabile del registro a dimostrare di avere usato la massima diligenza per fornire dati completi e veritieri. Il parallelismo con la disciplina del prospetto informativo, tipica del TUF, appare dunque evidente e potrebbe non ridursi a una semplice affinità di natura sistematica. È utile ricordare, infatti, che il Reg. delegato (UE) 2019/980 – applicabile nel caso di offerte al pubblico e/o quotazioni su mercati regolamentati – richiede, a titolo esemplificativo, che nei prospetti relativi alle offerte di titoli obbligazionari siano fornite informazioni riguardanti la forma e la circolazione degli strumenti finanziari. Nel caso di strumenti finanziari digitali, tali indicazioni potrebbero in parte sovrapporsi alle notizie inerenti alle modalità di funzionamento del registro deputato alla circolazione in via digitale, come previsto dall'art. 23, comma 3, del Decreto⁸¹.

La differenza sostanziale risiede però nel carattere sperimentale della DLT, in cui la rapidità di evoluzione tecnologica e la necessità di aggiornamenti frequenti complicano la messa a punto di un flusso informativo sempre adeguato. Ne deriva che la *disclosure* non può esaurirsi in un documento statico, ma assume i tratti di un presidio tecnologico continuo, che richiede al responsabile uno sforzo costante di monitoraggio e comunicazione.

⁸⁰ Analogamente, in presenza di puntuali obblighi di trasparenza imposti dal Regolamento (UE) 2017/1129 e dal Regolamento delegato (UE) 2019/980, la normativa nazionale di cui all'art. 94 TUF prevede una forma di responsabilità aggravata qualora tali disposizioni non vengano adempiute. Con riguardo alla responsabilità derivante dal prospetto informativo, *ante* riforma del 2003, si rimanda, per tutti, a S. BRUNO, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, Napoli, 2000; dopo la riforma, si vedano M. VENTORUZZO, *La responsabilità da prospetto negli Stati Uniti d'America tra regole del mercato e mercato delle regole*, Milano, 2003; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Tratt. dir. comm.*, G. Cottino (diretto da), VII, Padova, 2004; P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008; C. CASTRONOVO, *La responsabilità civile*, cit., 598 ss. Più di recente, con specifico riguardo alla natura extracontrattuale della responsabilità derivante dal prospetto informativo, si veda S. BRUNO, *Responsabilità extracontrattuale dell'emittente per informazioni non corrette sul mercato finanziario*, in *Società*, 2024, 64 ss.

⁸¹ Così E. LA SALA, F. GUELF, *op. cit.*, 1246.

In questo contesto, torna attuale il rischio già visto per la responsabilità aggravata: l'adempimento potrebbe ridursi a una mera formalità, con la predisposizione di *policy* e protocolli standardizzati che, pur soddisfacendo gli obblighi informativi, non assicurano un'effettiva comprensione da parte dell'investitore. Anche in questo caso, la differenza tra registri *permissioned* e *permissionless* incide in modo decisivo: nel primo caso, la *governance* accentrata consentirebbe una *disclosure* più completa e controllata; nel secondo, la natura decentralizzata renderebbe difficile garantire informazioni tempestive e univoche, accrescendo la possibilità di asimmetrie informative.

Resta dunque aperto il problema di quanto in là debba spingersi la diligenza necessaria per evitare responsabilità: la trasparenza richiesta non è più solo giuridica, ma anche tecnica, e investe il presidio del registro nel suo complesso. Si tratta di un ulteriore segnale della progressiva emersione di una responsabilità che va oltre le categorie tradizionali della responsabilità da prospetto o da informazione ingannevole.

4.4. Responsabilità da “cose in custodia”

Benché la norma non lo preveda espressamente, si potrebbe ipotizzare l'applicazione dell'art. 2051 c.c. alla “tenuta” del registro, configurando una forma di responsabilità per danni da cose in custodia⁸². Una simile assimilazione, per quanto suggestiva sul piano teorico, incontra tuttavia alcune inevitabili difficoltà: la tecnologia DLT, per sua natura, si discosta concettualmente dall'idea tradizionale di bene materiale e fatica a essere ricondotta alle logiche classiche della custodia diretta. Tuttavia, laddove il responsabile eserciti un potere di governo tecnico-organizzativo sul *ledger* – intervenendo, ad esempio, sulle procedure di validazione o sui controlli di integrità – la *ratio* protettiva dell'art. 2051 c.c. potrebbe offrire una chiave utile per presidiare i rischi connessi alla circolazione digitale.

⁸² In generale, sul tema della responsabilità *ex art.* 2051 cc., si vedano M. SINISI, F. TRONCONE, *La responsabilità da cose in custodia*, in *Corr. Giur.*, 2009, 628 ss.; E. SCARANTINO, *Responsabilità per danni da cose in custodia e onere della prova*, in *Giust. Civ.*, 2009, 1711 ss.; P. VALORE, *La r.c. da cose in custodia: natura e limiti*, in *Giur. it.*, 2014, 2136 ss.

Forzando l'analogia con la detenzione di beni materiali, l'idea di qualificare il responsabile del registro come custode di un'infrastruttura immateriale, ma pur sempre idonea a incorporare e rappresentare diritti patrimoniali, consente, almeno sul piano ricostruttivo, di ipotizzare un rafforzamento dei suoi obblighi di vigilanza e controllo. D'altronde, sotto il profilo funzionale, i possibili pregiudizi patrimoniali non mancano: si pensi alla duplicazione di *token* con effetti di *double spending*, al mancato aggiornamento della titolarità con conseguente perdita di dividendi o del diritto di voto, o alla cancellazione indebita di un vincolo reale come un pegno. In simili evenienze, l'anomalia del sistema inciderebbe direttamente sulla sfera giuridica ed economica dell'investitore⁸³, analogamente a quanto accade nel mondo fisico quando un bene custodito provoca un danno.

Se si accoglie l'idea che il *token* – in quanto supporto digitale di diritti patrimoniali – possa qualificarsi come “cosa” ai sensi dell'art. 810 c.c., l'applicazione dell'art. 2051 c.c. potrebbe dunque avvenire in via diretta. In alternativa, la norma offrirebbe comunque un valido modello analogico di responsabilità aggravata: la presunzione di colpa si giustificerebbe nei confronti di chi trae vantaggio dal controllo di un bene idoneo a generare danni anche in assenza di materialità. Del resto, lo stesso decreto, imponendo al responsabile un onere probatorio rovesciato, prefigura già un regime di responsabilità che si avvicina, nei suoi effetti, alla logica della custodia⁸⁴.

Il nodo cruciale diventa allora stabilire se – e in quale misura – sia lecito estendere la costruzione dell'art. 2051 c.c. a un contesto immateriale e condiviso. In tale prospettiva, assumerà rilievo decisivo

⁸³ Al tal proposito, A. LAUDONIO, *Commento all'art. 11*, in *Commentario al Decreto Fintech*, M. Onza (a cura di), in corso di pubblicazione, consultato per cortesia dell'autore, evidenzia, con riferimento alla posizione degli investitori, come emerga un possibile indebolimento delle garanzie a loro favore quale esito paradossale di una scelta autonoma: quella di affidare la custodia degli strumenti finanziari digitali a soggetti terzi, quali banche o intermediari finanziari. In tali circostanze, infatti, il responsabile del registro distribuito non può essere ragionevolmente ritenuto responsabile per eventuali pregiudizi riconducibili all'operato di subdepositari da lui né selezionati né controllati, né tantomeno indicati agli investitori stessi.

⁸⁴ La responsabilità pressoché oggettiva che grava sul responsabile del registro richiama, infatti, quell'idea di custodia che, pur riferita a una realtà immateriale e condivisa, comporta un presidio continuo volto a scongiurare eventi dannosi.

il grado di disponibilità effettiva del registro da parte del responsabile: quanto maggiore è il suo potere di intervento su nodi, *smart contract* e procedure d'emergenza, tanto più forte l'argomento per qualificare il *ledger* come "cosa" sottoposta a custodia; al contrario, in architetture *permissionless*, il margine di caso fortuito tenderà ad ampliarsi, riducendo la praticabilità del modello custodiale e riportando lo schema entro l'alveo della responsabilità per colpa *ex art. 2043* o, in presenza di rischi strutturali, di quella *ex art. 2050 c.c.*

In definitiva, l'analogia con l'art. 2051 offre spunti utili ma non risolutivi: il registro distribuito non è una "cosa" in senso classico, bensì un'infrastruttura tecnica di cui il responsabile assume il presidio. È proprio tale funzione di presidio tecnologico – distinta dalla mera custodia materiale – a giustificare un rafforzamento degli obblighi di vigilanza, confermando la difficoltà di ricondurre pienamente il nuovo regime a categorie esistenti.

4.5. *Esterneizzazione delle funzioni e responsabilità*

Il terreno della responsabilità extracontrattuale, con il suo perimetro potenzialmente molto ampio, acquista particolare importanza allorché il danno venga subito da soggetti terzi privi di un qualunque vincolo negoziale con il responsabile del registro. Alla regola generale di cui all'art. 2043 c.c., si affianca l'ipotesi dell'art. 2050 c.c. che, richiamando lo schema delle "attività pericolose", rimane sullo sfondo ogniqualvolta la gestione del registro DLT presenti profili di rischio idonei a configurare un elevato grado di pericolosità intrinseca. Basti pensare al creditore che, confidando nell'esattezza del registro, accetta in garanzia titoli digitali poi rivelatisi duplicati o privi di valido trasferimento. In ipotesi del genere, regolate in via generale dall'art. 2043 c.c., l'attore deve dimostrare il nesso causale fra la lacuna tecnica e il pregiudizio subito, nonostante il bersaglio naturale della pretesa risarcitoria resterà comunque il responsabile del registro, perché la legge accentra su di lui ogni obbligo di presidio. Proprio per evitare che tale nesso si complichì, tuttavia, diventa decisivo capire chi governa, in concreto, le componenti critiche del registro, soprattutto quando queste vengono affidate all'esterno.

La questione dell'esternalizzazione è espressamente contemplata sia dal Regime Pilota che dal Decreto⁸⁵. Il responsabile del registro non è infatti obbligato a gestire in proprio ogni aspetto del funzionamento del registro distribuito, potendo avvalersi di soggetti terzi per la progettazione tecnica, la manutenzione del protocollo o la sicurezza informatica. Per i soggetti individuati all'art. 19, comma 1, lett. *d*) del Decreto – cioè i responsabili del registro non già soggetti a vigilanza settoriale⁸⁶ – il legislatore stesso impone espressamente l'adozione di politiche di esternalizzazione efficaci e la presentazione, al momento dell'iscrizione presso la Consob, di un elenco dettagliato delle funzioni da affidare all'esterno⁸⁷. Questa scelta, da un lato, risponde all'esigenza di reperire competenze altamente specializzate, dall'altro si inserisce nel solco del modello tradizionale delle attività finanziarie soggette a riserva, in cui l'autonomia organizzativa dell'impresa consente di distinguere fra funzioni svolte internamente e funzioni demandate a soggetti terzi⁸⁸.

⁸⁵ La disciplina del DLT Pilot Regime e del Decreto Fintech, pur richiedendo al gestore di infrastrutture DLT o al responsabile del registro di assicurare in prima persona l'integrità e la sicurezza dell'ecosistema, non esclude che una parte rilevante dell'infrastruttura venga affidata a fornitori terzi in regime di esternalizzazione. Sul tema, si veda N. CIOCCA, *op. cit.*, 844 ss.

⁸⁶ Per gli altri soggetti abilitati a ricoprire il ruolo di responsabile, già sottoposti a normative settoriali (quali banche, imprese di investimento, gestori di mercati regolamentati e depositari centrali), continuano ad applicarsi le specifiche regole in materia di esternalizzazione previste dalla disciplina di settore.

⁸⁷ Cfr. art. 24, comma 2, del Decreto, il quale impone al responsabile del registro di dotarsi di efficaci politiche per le esternalizzazioni; in coerenza, il Regolamento Consob sull'emissione e circolazione digitale degli strumenti finanziari (Delibera 6 dicembre 2023, n. 22923, Allegato 1) stabilisce che la domanda di iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro rechi una descrizione organica delle politiche di esternalizzazione nonché l'indicazione delle funzioni, dei servizi e delle attività già affidati (o destinati a essere affidati) a soggetti terzi.

⁸⁸ Nell'impianto tradizionale che presidia le attività finanziarie soggette a riserva, grava sull'impresa – nell'esercizio della propria sovranità organizzativa – l'onere di delineare le modalità operative, orientandole alla prevenzione e al governo dei rischi, nonché alla salvaguardia degli investitori, dell'integrità e della stabilità del mercato. È tuttavia fisiologico che, nelle iniziative a forte intensità tecnologica e sorrette da una molteplicità di componenti ad alta specializzazione, alcuni segmenti dell'infrastruttura o fasi del suo funzionamento non vengano concepiti, realizzati o gestiti internamente dal soggetto che ne ha la responsabilità.

Il quadro normativo non lascia, tuttavia, margini di incertezza: il responsabile del registro, anche qualora affidi a terzi la gestione di servizi tecnologici critici (come sicurezza informatica o archiviazione dei dati), rimane pienamente responsabile dell'adeguatezza delle soluzioni adottate⁸⁹. Già il CSDR esclude esplicitamente che per i depositari centrali la delega possa implicare un esonero di responsabilità per il soggetto delegante, con una *ratio* agevolmente estensibile al responsabile del registro DLT⁹⁰. Il Decreto Fintech, dal canto suo, impone che il responsabile, anche qualora faccia ricorso a fornitori esterni per lo svolgimento di funzioni critiche, conservi il presidio e il monitoraggio effettivi, dovendo in ogni caso rispondere dell'adeguatezza delle tecnologie adottate⁹¹.

Non appare convincente, dunque, un'interpretazione che svincoli il responsabile da qualunque conseguenza lesiva derivante dall'operato dei prestatori di servizio esternalizzati, in quanto appare in contrasto sia con il tenore testuale delle disposizioni, sia con la *ratio* dell'intero impianto regolatorio, il cui obiettivo è quello di concentrare in un unico soggetto i presidi necessari alla certezza del mercato e alla tutela degli investitori.

Neppure i riferimenti del Regolamento all'“evento esterno” – ipotesi che potrebbe esentare il gestore dalla responsabilità in caso di perdita di strumenti finanziari – sembrano abilitare una totale deresponsabilizzazione del responsabile nei casi di malfunzionamenti o attacchi informatici ascrivibili o agevolati da soggetti terzi. L'esonero presuppone, infatti, che l'evento in questione sfugga a un controllo ragionevole e non si connetta a scelte organizzative o di

⁸⁹ I riferimenti normativi relativi alla esternalizzazione delle funzioni sono: i Considerando nn. 31 e 41; l'art. 5, par. 4, DLT Pilot Regime; e l'art. 24, comma 2, del Decreto. Cfr. A. LAUDONIO, *Commento all'art. 26*, cit.

⁹⁰ Cfr. art. 30 CSDR. Il Considerando n. 31 e l'art. 5, par. 4, DLT Pilot Regime, d'altronde, richiamano espressamente il CSDR, consentendo a un CSD che gestisce un SS DLT di esternalizzare un servizio o un'attività di base soltanto previa autorizzazione dell'autorità competente.

⁹¹ Cfr. art. 24, comma 2, del Decreto, il quale richiede al responsabile del registro di dotarsi di «efficaci politiche per le esternalizzazioni» e di una struttura di controllo idonea a garantire il rispetto del decreto, e art. 20, comma 3, lett. e), n. 3, del medesimo decreto, che obbliga a indicare alla Consob «eventuali soggetti terzi [...] e le attività svolte dagli stessi», confermando l'esigenza di presidio e monitoraggio effettivi anche in caso di esternalizzazione di funzioni.

implementazione tecnologica rientranti pur sempre nella sfera di valutazione del responsabile⁹².

La logica sottesa è la medesima già sperimentata in altri ambiti del diritto dei mercati finanziari: l'*outsourcing* non costituisce un “vuoto” di responsabilità, bensì uno strumento che consente al soggetto autorizzato di procurarsi risorse e soluzioni tecniche più avanzate, senza venire meno all’obbligo di gestire attivamente i rischi connessi, richiedendo anzi che sia comunque in grado di controllare l’attività dei prestatori terzi⁹³. Tale impostazione si riverbera, in concreto, nell’esigenza di tracciare catene di responsabilità chiare e intellegibili⁹⁴, come suggerisce anche la possibilità di definire linee di riparto verso altri soggetti coinvolti nell’infrastruttura DLT, fermo restando che il responsabile del registro non potrà invocare in modo semplicistico la presenza di un fornitore terzo per sottrarsi ad eventuali richieste di risarcimento. Si pensi, a titolo esemplificativo, al caso in cui un terzo

⁹² Così il Considerando n. 22, il quale prevede che «il gestore di un’infrastruttura di mercato DLT non dovrebbe essere responsabile di eventi non attribuibili al gestore, in particolare di qualsiasi evento che dimostri essersi verificato indipendentemente dalle sue operazioni, compresi i problemi derivanti da un evento esterno al di fuori del suo ragionevole controllo»; ed anche l’art. 7, par. 6, del Regime pilota, il quale espressamente afferma che «il gestore dell’infrastruttura di mercato DLT non è responsabile della perdita se dimostra che quest’ultima è dovuta a un evento esterno che sfugge al suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarlo». Sul punto, cfr. A. LAUDONIO, *Commento all’art. 26*, cit.

⁹³ Si veda, ad esempio, l’art. 30, par. 1, CSDR, ove dispone che «se esternalizza servizi o attività a terzi, un CSD resta pienamente responsabile del rispetto di tutti gli obblighi che gli incombono ai sensi del presente regolamento»; nonché l’art. 31, par. 1, Reg. (UE) n. 565/2017, secondo cui «le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE». Tali previsioni, pur riferite a specifiche categorie di intermediari e non concepite con diretto riguardo alle infrastrutture basate su registri distribuiti, convergono nel ribadire il principio generale secondo cui l’affidamento a terzi di funzioni critiche o rilevanti non determina alcuna attenuazione del regime di responsabilità in capo al soggetto obbligato, che permane integra e inderogabile.

⁹⁴ Il Considerando n. 6 del Regolamento e l’art. 24, primo comma, del Decreto demandano, rispettivamente, al gestore dell’infrastruttura e al responsabile del registro il compito di definire in modo chiaro e puntuale le «linee» o «catene» di responsabilità, assicurando una distribuzione trasparente e tracciabile dei compiti lungo l’intera filiera operativa.

subisca un danno in conseguenza di un difetto tecnico o organizzativo ascrivibile all'operato di un'impresa di servizi IT incaricata di progettare parti essenziali del *ledger*: il responsabile del registro rimane l'unico centro d'imputazione verso il quale il danneggiato potrà agevolmente rivolgersi.

Ne discende un modello in cui la dislocazione di funzioni tecniche non equivale a una corrispondente dislocazione della responsabilità, quantomeno nei confronti degli utenti e del mercato. Pertanto, il responsabile del registro, sebbene libero di strutturare l'infrastruttura a registro distribuito secondo le proprie esigenze (ad esempio, delegando la progettazione degli *smart contract* o la gestione delle chiavi crittografiche⁹⁵), resta vincolato all'onere di selezionare con diligenza i fornitori e di monitorarne l'attività in ogni fase rilevante del ciclo operativo. La medesima cura deve caratterizzare la fase successiva all'affidamento, poiché un difetto di supervisione o l'incapacità di intervenire tempestivamente in caso di disservizi, vulnerabilità o vere e proprie condotte illecite imputabili ai subappaltatori continua a gravare, in ultima istanza, sul responsabile. La normativa, anche sotto il profilo probatorio, pone infatti in capo a quest'ultimo l'onere di dimostrare di aver adottato tutte le misure idonee a evitare il danno, sovrapponendo di fatto il regime dell'art. 2050 c.c. – richiamato, come si è visto, dalla Relazione – alla disciplina relativa all'esternalizzazione⁹⁶.

⁹⁵ Cfr. Considerando 41. Oltre a tale richiamo, la normativa non detta ulteriori regole sull'esternalizzazione. Restano comunque applicabili le discipline di settore: per le imprese di investimento valgono l'art. 16 del MiFID II e gli artt. 30 ss. del Reg. (UE) 2017/565; per i gestori di mercati regolamentati, gli artt. 47-48 MiFID II; per i depositari centrali, il considerando 31 del Regime Pilota e gli artt. 19 e 30 del CSDR. Se il responsabile del registro, ai sensi dell'art. 19 del Decreto, è una banca o un intermediario di cui all'art. 106 TUB, si applicano inoltre le disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di esternalizzazione: per le banche, Circ. n. 285/2013, Parte I, Tit. IV, Cap. 3, Sez. IV; per gli intermediari ex art. 106 TUB, Circ. n. 288/2015, Tit. III, Cap. 1, Sez. V; e, per entrambi, il Provvedimento 31 maggio 2023 relativo alle segnalazioni sull'esternalizzazione di funzioni aziendali.

⁹⁶ L'attribuzione di responsabilità per difetti della tecnologia DLT non può prescindere dal ruolo centrale ricoperto, rispettivamente, dal gestore dell'infrastruttura di mercato e dal responsabile del registro. Entrambi, pur avvalendosi di terzi, selezionano in piena autonomia la piattaforma distribuita e ne dettano le regole operative, restando comunque vincolati al DLT Pilot Regime e al Decreto. Il gestore deve dimostrare che l'architettura tecnica prescelta sia proporzionata alle funzioni di mercato (art. 7 DLT Pilot Regime), mentre il

Inoltre, la praticabilità stessa dell'*outsourcing* varia a seconda del modello di registro: nelle architetture *permissioned*, il responsabile può imporre *standard* e controlli più stringenti sui fornitori esterni, mentre in quelle *permissionless*, la frammentazione della *governance* riduce la possibilità di una vigilanza effettiva. Quanto a una distribuzione esterna della responsabilità, questa appare difficilmente compatibile con l'impianto normativo, che individua nel responsabile il perno giuridico e organizzativo del processo. Trasferire integralmente la responsabilità a un operatore specializzato sovvertirebbe la logica stessa del registro digitale.

In definitiva, l'esternalizzazione, lungi dal ridurre gli obblighi di diligenza e controllo, sembra piuttosto acuirli, imponendo presidi più rigorosi e una vigilanza costante sull'operato dei terzi incaricati. Il quadro che emerge colloca il tema dell'esternalizzazione in una posizione di delicato bilanciamento tra la legittima aspirazione all'efficienza e la necessità di assicurare che l'infrastruttura DLT conservi livelli di affidabilità elevati. Il compromesso è, ancora una volta, quello di una tecnologia strutturalmente distribuita, ma ancorata a un centro di responsabilità chiaramente individuabile, il quale resta esposto, senza significativi margini di esonero, nei confronti degli investitori e dei terzi.

responsabile è tenuto a garantire che il registro soddisfi integralmente i requisiti funzionali previsti (art. 13 Decreto). Di conseguenza, ove il funzionamento della DLT coinvolga soggetti esterni, su costoro grava in prima battuta un dovere di diligente selezione e costante verifica dell'affidabilità, ma l'onere ultimo di presidio ricade comunque sul gestore e sul responsabile. La responsabilità non si esaurisce nella scelta della soluzione organizzativa o del fornitore: permane l'obbligo di monitorare continuamente l'operato dei terzi, adottare meccanismi di controllo efficaci e intervenire tempestivamente in caso di irregolarità, poiché la DLT, ancorché gestita da operatori esterni, rimane lo strumento attraverso il quale costoro esercitano la propria attività regolamentata. La presunzione normativa che li investe dell'onere della prova dell'adeguatezza tecnica e delle cautele adottate rende evidente che eventuali danni derivanti dall'uso improprio della piattaforma ricadono, in ultima istanza, su di loro, indipendentemente dall'esternalizzazione di singole funzioni. Sul punto, cfr. N. CIOCCA, *op. cit.*, 850; A. TINA, *op. cit.*, 55.

5. Riflessioni conclusive

Muovendo lo sguardo oltre l’orizzonte applicativo attuale, occorre ricordare che l’art. 14 del DLT Pilot Regime impone alla Commissione – sulla base del *report* che ESMA presenterà entro il 24 marzo 2026 – di scegliere se prorogare, ampliare, recepire o chiudere il Regime Pilota. Da tale scelta dipenderà, pertanto, anche il futuro degli operatori di infrastrutture DLT, i quali potranno restare una categoria speciale, ovvero essere assorbiti nel perimetro dei CSD, con requisiti patrimoniali e di *governance* calibrati sul grado di decentralizzazione della rete. I regimi nazionali che si sono mossi in anticipo – *sandbox* italiana⁹⁷, *eWpG* tedesco⁹⁸, disciplina sui DEEP francese⁹⁹ – verranno verosimilmente riallineati, tramite clausole di *grandfathering* o trasformandosi in *sandbox* di secondo livello con ambiti più ristretti.

⁹⁷ L’art. 36-*bis* del Decreto Crescita (d.l. 34/2019, conv. l. 58/2019) ha istituito il Comitato Fintech e posto le basi per una sperimentazione vigilata; il D.M. 30 aprile 2021 n. 100, in vigore dal 17 luglio 2021, ne ha poi definito durata (18 mesi prorogabili), criteri d’ingresso e possibilità di deroga selettiva alla disciplina prudenziale nazionale.

⁹⁸ Il *Gesetz über elektronische Wertpapiere* del 3 giugno 2021 (BGBl. I 2021, 1423, consultabile al seguente link <https://www.gesetze-im-internet.de/ewprv/eWpRV.pdf>) ha aperto, per la prima volta nell’ordinamento federale, alla nascita di valori mobiliari “nativi digitali”, consentendo la tenuta di un *Krypto-Wertpapierregister* su tecnologia DLT in alternativa al registro centralizzato presso il CSD. Con il *Finanzmarktdigitalisierungsgesetz* (BGBl. I 2024, 438, consultabile al seguente link <https://www.gesetze-im-internet.de/kagb/KAGB.pdf>) il legislatore ha poi esteso il perimetro dell’*eWpG* a quote di fondi comuni e *covered bonds*, segno di una progressiva integrazione dell’infrastruttura DLT nel cuore del sistema finanziario tedesco.

⁹⁹ Con l’*Ordonnance* n. 1674 del 2017 (consultabile online al seguente indirizzo <https://www.legifrance.gouv.fr/loda/id/JORFTEXT000036171908/>) l’ordinamento francese ha introdotto gli artt. L. 211-3-1 e ss. del *Code monétaire et financier*, ammettendo la rappresentazione di determinati strumenti (quote di fondi, titoli non quotati ecc.) in un *Dispositif d’Enregistrement Électronique Partagé* (DEEP) che produce gli stessi effetti della tradizionale *inscription en compte*. L’Autorité des Marchés Financiers, nel luglio 2023, ha armonizzato il regime DEEP con gli standard europei del DLT Pilot Regime e rafforzato il raccordo con le norme MiCAR (<https://www.amf-france.org/sites/institutionnel/files/private/2023-08/Instruction%20DOC-2019-24%20Digital%20assets%20service%20providers%20%E2%80%93%20Cybersecurity%20system%20requirements.pdf>).

Tale scenario ancora in divenire, alla luce della ricostruzione svolta, spiega perché l'ordinamento italiano concentri, per ragioni di certezza del diritto, la responsabilità su un unico soggetto, il responsabile del registro, il quale funge da baricentro fiduciario che l'ordinamento elegge a garante ultimo dell'affidabilità del *ledger*, riproducendo, in chiave digitale, il modello dei CSD. Tale accentramento, tuttavia, non esaurisce il dibattito: è necessario che l'intensità degli obblighi venga modulata in funzione dell'architettura di rete – *permissioned* o *permissionless* – e, più in generale, del grado di controllo effettivo che il responsabile esercita sui nodi validatori.

In tale prospettiva, il rischio sistemico connesso a fenomeni di *fork* o a transazioni transfrontaliere rende opportuno un protocollo operativo di continuità che disciplini, *ex ante*, la catena da considerare “ufficiale” e preveda adeguate contromisure patrimoniali capaci di internalizzare i costi di eventuali malfunzionamenti sistemici.

Sul piano dogmatico, il confronto con gli artt. 2050 e 2051 c.c. mostra come né la responsabilità per attività pericolose, né quella per cose in custodia colgano appieno la specificità di un obbligo di sorveglianza che è, al contempo, tecnico, tecnologico e organizzativo. Sarebbe dunque opportuno delineare una categoria autonoma di responsabilità “da presidio tecnologico”, fondata su una diligenza professionale qualificata ma aperta a esimenti ancorate all'effettiva prova di aver adottato tutte le misure tecniche e organizzative disponibili. Questa non si riduce a una mera qualificazione terminologica, bensì rappresenta il tentativo di dare un volto autonomo a una figura che, pur presentando affinità con la responsabilità aggravata e con quella da custodia, se ne discosta in quanto legata alla gestione continuativa di un'infrastruttura immateriale. In tal modo, la disciplina si riallaccia alla logica generale di allocazione del rischio d'impresa, secondo cui i costi e le conseguenze dei malfunzionamenti devono gravare sul soggetto che governa e organizza l'attività, in quanto posto nella posizione migliore per prevenirli e gestirli.

In definitiva, l'esperimento italiano dimostra che la fiducia degli investitori può essere salvaguardata pur senza sacrificare l'innovazione, purché ci si avvalga di meccanismi di attestazione tecnica che consentano di trasporre la trasparenza e l'immodificabilità del protocollo in categorie giuridiche mature. In tal modo, la centralizzazione normativa odierna potrà evolvere, in prospettiva, verso

forme di responsabilità progressivamente più condivise, capaci di coniugare la tutela del risparmio con la piena valorizzazione delle potenzialità offerte dai registri distribuiti, alla crescita dei quali, magari, potrebbe giovare una maggiore interoperabilità, in base a principi essenziali definiti dal diritto. Ciò che appare, sin da ora, è la necessità di monitorare con attenzione la concreta applicazione di questi principi, per verificare se effettivamente il responsabile del registro possa coniugare, senza grosse contraddizioni, la natura distribuita del protocollo con la richiesta di certezze giuridiche che pervadono l'intero impianto della disciplina finanziaria.

L'evoluzione futura dipenderà, in larga misura, dal successo o dalle criticità che il regime sperimentale incontrerà nella pratica, nonché dall'interazione con i parametri prudenziali che Banca d'Italia e Consob vorranno fissare nel tempo.

Rileverà, altresì, la convergenza con MiCAR, il quale già impone obblighi omogenei a CASP e *issuer* non-MIFID¹⁰⁰; qualora la Commissione decidesse di rendere permanente il Regime Pilota, MiCAR diverrebbe la piattaforma regolatoria di base su cui innestare un modulo speciale per i *security tokens*, mentre i regimi domestici conserverebbero ridotti spazi residuali di sperimentazione.

Resta, infine, l'incognita dell'euro digitale. La scelta che la BCE dovrà compiere entro il 2025 potrebbe ridisegnare gli equilibri del settore¹⁰¹: se il progetto prenderà vita, la nuova moneta digitale

¹⁰⁰ Il MiCAR, applicabile dal 30 dicembre 2024, estende un set omogeneo di requisiti autorizzativi, prudenziali e di *disclosure* ai CASP (*crypto-asset service provider*) e agli emittenti di *asset-referenced* o *e-money token* che non ricadono nel perimetro MiFID II. In tal modo la disciplina dei mercati DLT si innesta su un fondamento unionale comune, destinato a dialogare con le deroghe sperimentali del *DLT Pilot Regime*. Cfr. *Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 31 maggio 2023 relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937*, in *GUUE*, L 150/40, 9.6.2023, consultabile, in lingua italiana, al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32023R1114>

¹⁰¹ Dopo la fase di indagine avviata nell'ottobre 2021, la BCE ha deciso di entrare nella fase di preparazione dal 1° novembre 2023, con un orizzonte di due anni dedicato alla stesura del *rulebook* e ai primi test di infrastruttura. Parallelamente, la Commissione ha presentato il progetto di regolamento sul digitale euro (COM (2023) 369, 28 giugno 2023), ora all'esame di Parlamento e Consiglio, che definisce natura giuridica, tutela della *privacy* e modello di distribuzione della nuova moneta. Cfr.

potrebbe fungere da collante tra pagamenti e scambio di titoli sulle piattaforme DLT, dando così un'accelerazione decisiva alla modernizzazione dei mercati. In caso contrario, l'esperienza DLT rischierebbe di rimanere confinata nel perimetro funzionale definito dal MiCAR, con limitata interazione tra *stablecoins* regolamentate e titoli tokenizzati.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo all'istituzione dell'euro digitale*, Bruxelles, 28.6.2023, COM (2023) 369 final, 2023/0212 (COD), consultabile, in lingua italiana, al seguente link https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:6f2f669f-1686-11ee-806b-1aa75ed71a1.0007.02/DOC_1&format=PDF

La banca nella “percezione” della clientela. Elementi di educazione finanziaria (*)

SOMMARIO: 1. La cultura finanziaria e l'importanza, per il depositante-investitore, di avere piena ed effettiva conoscenza del proprio interlocutore (l'intermediario-banca). – 2. Il ruolo essenziale raggiunto oggi dall'intermediario-banca nell'ambito dell'operatività corrente. – 3. La banca nella “percezione” della clientela: la diffusa immagine negativa e la necessità di un cambio di prospettiva. – 4. La reazione del cliente di fronte ai torti e alle perdite economiche che ritiene di aver subito ingiustamente.

1. La cultura finanziaria e l'importanza, per il depositante-investitore, di avere piena ed effettiva conoscenza del proprio interlocutore (l'intermediario-banca).

L'“educazione finanziaria” – ma forse sarebbe più pertinente e opportuno parlare di (acquisizione di una) “cultura finanziaria” – è quel «processo mediante il quale i consumatori, i depositanti e gli investitori migliorano le proprie cognizioni riguardo a prodotti, concetti e rischi in campo finanziario e, grazie a istruzione, informazioni e consigli imparziali, sviluppano le abilità e la fiducia nei propri mezzi, necessarie ad acquisire maggior consapevolezza delle opportunità e dei rischi finanziari, a compiere scelte informate, a sapere dove rivolgersi per l'assistenza, nonché a prendere ogni altra iniziativa per migliorare il loro benessere finanziario»⁽¹⁾.

Tale processo è all'evidenza estremamente complesso e sfaccettato, coinvolgendo svariati profili. Ma va soprattutto sottolineato che la cultura finanziaria non è costituita soltanto da cognizioni economiche aggiornate, da informazioni di mercato complete (rese puntualmente e poi percepite correttamente), da consigli di investimento precisi e personalizzati, da scelte di risparmio bilanciate e oculate, ovvero dall'approfondita conoscenza dei prodotti finanziari e dei rischi a questi correlati. La cultura finanziaria non può, in altri termini, limitarsi a informazioni, nozioni, locuzioni e tecnicismi.

(*) Lo scritto è destinato al “*Liber Amicorum Giuseppe Santoni*”.

¹ OCSE, *Recommendation on principles and good practices for financial education and awareness*, § 1, 2025.

La cultura finanziaria del risparmiatore-investitore è costituita anche – direi persino “alla base” – da una piena ed effettiva *conoscenza* del proprio interlocutore (l’intermediario-banca); profilo, questo, che, pur decisamente rilevante, appare sottovalutato nell’ambito dell’analisi complessiva del fenomeno che occupa.

2. Il ruolo essenziale raggiunto oggi dall’intermediario-banca nell’ambito dell’operatività corrente.

Parto subito da un dato di fatto, credo innegabile: intrattenere rapporti con una banca può considerarsi ormai imprescindibile per chiunque, non soltanto per i soggetti non “consumatori”.

Anche per il consumatore, il conto corrente bancario è infatti diventato quasi uno “strumento sociale”, senza il quale non si è più in grado di porre in essere (né di continuare) rapporti economici o lavorativi ⁽²⁾.

Il conto corrente può ormai considerarsi una vera e propria “chiave d’accesso all’economia”. E così, limitandomi a pochi esempi: senza essere titolari di un rapporto di conto corrente bancario, al di là dell’impossibilità di estinguere in denaro contante le proprie obbligazioni qualora le stesse superino un determinato ammontare, non si può accendere un mutuo, utilizzare una carta di credito, addirittura ricevere lo stipendio a fine mese ⁽³⁾.

Del resto, la lenta ma inesorabile scomparsa del denaro contante – dovuta non soltanto a ragioni connesse alla disciplina antiriciclaggio e alle esigenze di tracciabilità dei movimenti ⁽⁴⁾ – rende sempre più indispensabile l’istituzione di un rapporto stabile con l’intermediario-banca.

² In argomento posso rinviare a U. MORERA, *Sull’inesistenza di un diritto al conto corrente bancario in capo ai “non consumatori”*, in *Banca borsa tit. credito*, 2021, I, 539 ss.

³ L’art. 1 comma 910, l. n. 205/2017 vieta al datore di lavoro di corrispondere al proprio lavoratore la retribuzione a mezzo di denaro contante.

⁴ Anche l’ultimo baluardo del contante – il caritatevole obolo richiesto in chiesa dal chierichetto e offerto nel corso di una funzione religiosa (la tradizionale “questua”) – andrà via via scomparendo, sostituito da moderni sistemi di “elemosina elettronica”, veicolata attraverso il sistema bancario (*L’obolo diventa digitale: in arrivo POS in trenta chiese italiane*, in *IlSole24ore.it*, 8 agosto 2025).

Gli è che, mentre fino a qualche decennio fa la banca era un luogo frequentato fondamentalmente da persone ricche, o da persone bisognose di denaro a diverso titolo, oggi è un luogo frequentato necessariamente da tutti. Con una precisazione, forse ovvia: “frequentare” una banca non vuol dire soltanto entrare nei suoi locali e avere rapporti con i suoi funzionari, com’era effettivamente un tempo; oggi frequentare una banca può voler dire anche soltanto avere rapporti meramente telematici con la stessa.

Di tale ruolo centrale e ormai imprescindibile della banca nella società contemporanea, in una fase in cui il rapporto cliente-banca è diventato essenziale nel quotidiano di ognuno di noi, è innanzitutto fondamentale prendere piena coscienza. Non era così fino a pochi decenni fa; in cui ampie fasce della popolazione potevano anche prescindere dall’avere rapporti con una banca (⁵).

Detto questo, è anche importante non dimenticare che la banca è un ente lucrativo organizzato in forma societaria, partecipato da azionisti-investitori, esercente un’impresa privata mediante il compimento di molteplici e complesse attività. Principalmente, in tante e diverse forme raccoglie e custodisce i risparmi dei propri clienti, prestando loro denaro quando ne hanno bisogno. Ma – ulteriormente – investe e gestisce i risparmi custoditi; concede garanzie a chi ne ha necessità; offre consulenze; è intermediaria nei rapporti con l’amministrazione fiscale; presta molteplici servizi (si pensi soltanto al sistema dei pagamenti, al cambio valuta, o alle cassette di sicurezza).

3. La banca nella “percezione” della clientela: la diffusa immagine negativa e la necessità di un cambio di prospettiva.

Ma – e venendo al profilo che ora interessa – qual è, nell’opinione comune, l’“idea” di banca, l’“immagine” che le persone comuni (poi inevitabilmente anche clienti) hanno delle banche?

Prevalentemente negativa, direi; senza troppi timori di smentita.

⁵ Un’evidente riprova – sicuramente empirica, ma di certo piuttosto significativa – è data dal fatto che, mentre nel 1992 (anno in cui iniziai a insegnare il diritto bancario nelle università) neppure la metà dei miei studenti frequentanti aveva in essere rapporti con una banca, oggi tutti gli studenti che frequentano il mio corso dichiarano di averli già instaurati.

Nelle chiacchiere da salotto o da bar (ove, va sottolineato, chi parla è di fatto sempre un ... cliente di una banca), delle banche si parla prevalentemente male, con diffidenza, quasi fossero enti di un mondo lontano, indifferenti ai reali bisogni dei propri clienti, attenti prevalentemente a lucrare sui servizi resi, ad approfittare della loro posizione dominante, a vessare i depositanti e gli affidati con ingiustificati costi, commissioni, oneri e quant'altro possibile.

Nelle vignette umoristiche – specchio fedele della *perceptio vulgaris* – la banca è ancor oggi raffigurata come un grasso signore con collo di pelliccia e con in bocca un sigaro, magari seduto in carrozza ...

Insomma, ancor oggi la banca viene spesso equiparata al vecchio e odioso “banchiere”: egoista, sfruttatore e quasi mefistofelico.

È sufficiente digitare su “Google-Immagini” le parole “*vignette umoristiche; banca; cliente*” e l’immagine che ne esce della banca è, a dir poco, desolante.

Esistono in commercio diversi libri di barzellette sulle banche ⁽⁶⁾, ove le barzellette sono praticamente caratterizzate dal medesimo *leitmotiv*: clienti sprovveduti che vengono spolpati dalla banca di turno Per non parlare poi dei tanti ... “prodotti editoriali” che mirano semplicemente a denigrare, in modo piuttosto qualunquistico, il sistema bancario nel suo complesso ⁽⁷⁾.

Peraltro, anche il Pontefice Francesco I ha di recente dipinto le banche in modo non propriamente edificante ... ⁽⁸⁾.

Tutto questo, però, andrebbe relegato al passato (forse anche al passato recente; ma comunque al passato). L’immaginario collettivo, il “*kollektiven Vorstellung*”, non si è, per così dire, ancora ... aggiornato.

⁶ Per tutti: G. MALLOPPO, *Barzellette e battute su banche e bancari*, Ravenna, 2010.

⁷ Per tutti: G. COLZA, *Banca bassotti*, Roma, 1999.

⁸ Cfr. L.A. DEGANUTTI, *Il monito del Papa alle banche: siano al servizio delle persone e non degenerino in usura. Un richiamo al messaggio della Madonna dei debitori*, in *farodiroma.it*, 17 dicembre 2024, che riporta la severa critica di Papa Francesco nel suo discorso alle delegazioni delle banche italiane; ove il Pontefice – arrivando a qualificare l’odierna economia come “*incivile*” – evoca i precetti della remissione dei debiti (*Deuteronomio*, 15, 1-2; *Vangelo di Matteo*, 6, 12) e il culto della *Madonna dei debitori*, nato per sostenere (spiritualmente) le vittime di soprusi finanziari.

Oggi è tuttavia assolutamente necessario abbandonare questi stereotipi; che ormai finiscono per sconfinare spesso in luoghi comuni, pronti a diventare pericolosi preconcetti dal sapore qualunquistico.

La banca non assomiglia più al “banchiere” di una volta, è ormai definitivamente ... scesa dalla carrozza: è (*rectius*: non può prescindere dall’essere) imprenditore *professionale, tecnologico, in concorrenza*, nonché (forse soprattutto) estremamente *vigilato* (a molteplici livelli, sia esterni che interni) e *iper-regolato* ⁹).

Per l’artigiano, il commerciante, l’industriale, ma anche per il consumatore e per la persona comune, ormai la banca rappresenta non più soltanto uno “strumento” da utilizzare all’occorrenza: rappresenta un costante e quotidiano interlocutore attivo (o, ancor meglio: interattivo), a più livelli.

E in questo contesto, così profondamente mutato, il cliente deve cessare di considerare l’intermediario-banca come una sorta di “nemico necessario”. Deve riporre una reale fiducia nella propria banca; deve essere costantemente esplicito e trasparente; deve rappresentare le proprie esigenze senza riserve mentali, negoziando alla pari, senza sentirsi in condizioni di inferiorità. Come invero è stato troppo di frequente sino ad oggi.

Pertanto, il cliente possiede ormai tutti i mezzi – anche normativi – per colloquiare alla pari con la banca. E possiede moltissimi strumenti di indagine, di conoscenza, nonché di tutela nel caso in cui ritenga di aver subito un torto o un danno ingiusto.

Di tutto questo il cliente, che chiamerò “*contemporaneo*”, di una banca deve finalmente prendere piena ed effettiva coscienza; abbandonando gli stereotipi di diffidenza e sospettosità che occupavano in prevalenza la mente dei clienti del passato, anche recente.

Pertanto, occorre ammettere che anche la banca “*contemporanea*” ha saputo cambiare prospettiva nel suo rapportarsi al cliente.

Oggi è in effetti la stessa banca che contribuisce in molte occasioni a educare e formare il proprio cliente: molti intermediari organizzano seminari e corsi gratuiti sul risparmio, sulla gestione del denaro, sui prestiti, sull’indebitamento responsabile, sull’educazione finanziaria.

⁹ La regolamentazione dell’attività bancaria e finanziaria ha ormai raggiunto livelli talmente pervasivi da ... “ossessionare” le banche nell’individuazione e nella gestione dei rischi reputazionali.

Peraltro, le banche utilizzano sempre più di frequente i loro siti *internet* e le loro applicazioni mobili (*app*) per offrire ai clienti video esplicativi e ottimi *tutorial* sulle possibili, diverse tematiche finanziarie; e si sono ormai dotate di strumenti digitali e “simulatori di investimento” che permettono una costante interazione diretta e personalizzata con la propria clientela.

Insomma: il rapporto tra banca e cliente non è (o comunque, se talvolta lo è stato, non è più; soprattutto non può più essere) un rapporto tra soggetto ricco e soggetto bisognoso di denaro, tra profittatore e vessato. È – e dev’essere – un rapporto alla pari, ove i contatti non devono essere conflittuali o meramente utilitaristici, bensì fortemente collaborativi, in un contraddittorio costruttivo, finalizzato al raggiungimento di un risultato utile per entrambe le parti, in una virtuosa logica “*win-win*”.

I profitti maturati dagli intermediari a fine esercizio non possono continuare a essere considerati “negativamente”, quasi costituissero un ... indebito arricchimento in danno dei cittadini (come invero vengono spesso demagogicamente rappresentati da una certa stampa e da taluni ambiti politici): rappresentano invece un oggettivo vantaggio, oltre che per i tanti azionisti-investitori della banca, anche per gli stessi clienti dell’intermediario, i quali potranno operare con un ente più patrimonializzato, di conseguenza più competitivo, più solido finanziariamente e quindi più “sicuro”.

4. La reazione del cliente di fronte ai torti e alle perdite economiche che ritiene di aver subito ingiustamente.

Questo profondo ribaltamento di prospettiva – basato fondamentalmente sulla fiducia che deve sussistere tra banca e cliente (abbandonando definitivamente preconcetti, sospetti e pregiudizi) – dovrebbe poi condurre a un altro importante risultato, relativo a un momento oggettivamente molto delicato del rapporto cliente-intermediario: quello della “reazione” del cliente quando costui ritiene di aver subito un torto da parte della banca; soprattutto se al ritenuto torto viene collegato un danno (perdita economica, o mancato guadagno che sia).

Nel caso in cui il rapporto banca-cliente (com’è stato troppo spesso sino ad oggi) risulti pervaso da *bias* negativi, da diffidenza, da retro-

pensieri e pregiudizi, il cliente – di fronte a un comportamento della banca reputato colposo, ingiusto o vessatorio nei suoi confronti – tenderà inevitabilmente a reagire in maniera irrazionale, scomposta e assai poco ponderata. Finendo per generare contenziosi spesso infondati, che comunque gli procureranno in ogni caso costi vivi (sia fiscali che legali), preoccupazioni, inquietudini e infine, assai spesso, delusioni e frustrazioni (¹⁰).

Sono convinto, anche in base alle concrete esperienze maturate in campo professionale, che un cliente pienamente consapevole del rapporto che lo lega alla banca – ma soprattutto pienamente consapevole dell'estrema complessità organizzativa, normativa e regolamentare in cui opera l'impresa-banca – reagirà, di fronte a un potenziale torto, in maniera quanto più possibile razionale e ponderata; così evitando reazioni inutili, scomposte, inappropriate, quando non addirittura controproducenti.

Il cliente consapevole reagirà comunque soltanto dopo aver ben soppesato con attenzione tutti i pro e i contro dell'azione-reazione che intende porre in essere.

Tante, troppe volte ho avuto modo di riscontrare iniziative di clienti proposte – e qui purtroppo bisogna dirlo: con talvolta la complicità di avvocati poco ... coscienziosi – soltanto per portare avanti questioni di mero principio, spesso fondate davvero sul nulla.

Un cliente convinto che la banca tende sempre ad “approfittarsi” di lui, reagirà irrazionalmente, partendo dunque con il piede sbagliato.

La realtà è che i comportamenti posti in essere da una banca non possono sempre considerarsi il frutto di arbitrarie scelte di chi la amministra o dirige, risultando invece spesso il frutto di adesioni a modelli di condotta previsti, e talvolta addirittura imposti, da complesse normative, nazionali e comunitarie.

Così come le commissioni, le spese e gli oneri addebitati alla clientela (¹¹) – peraltro oggi disciplinati in via generale dall'art. 127-*bis* TUB – non possono considerarsi una “invenzione” dell'intermediario,

¹⁰ F. BAGNI, *La gestione del rapporto banca-cliente: un'analisi (anche) empirica del contenzioso bancario fra modalità di gestione e competenze*, in *Judicium.it*, 13 settembre 2019, ove anche un'esauritiva analisi delle diverse cause che possono dare origine ai contenziosi tra cliente e banca.

¹¹ Sull'argomento, per i diversi, possibili, profili giuridici, può rinviarsi a P. DAGNA, B. INZITARI, *Commissioni e spese nei contratti bancari*, Padova, 2010.

finalizzata soltanto a “spremere” il cliente in un’ottica meramente speculativa: rappresentando in realtà il fisiologico compenso per un’attività imprenditoriale decisamente complessa, articolata, tecnologica, regolamentata, vigilata e oggettivamente costosa ⁽¹²⁾.

Se le giovani generazioni percepiranno appieno tutto questo, il rapporto cliente-banca migliorerà, e di molto. Evitando così quella logorante e dispendiosa contrapposizione tra il sistema bancario e la clientela che ha costantemente caratterizzato, con forti e diffuse negatività, gli ultimi decenni.

La buona educazione, in ogni campo dell’agire umano, ivi compreso quello economico-finanziario, richiede all’evidenza la piena conoscenza del contesto in cui si opera. E, in un rapporto a due, richiede soprattutto la piena conoscenza dell’altro. Senza quella conoscenza, l’educazione diventa pura astrazione e, soprattutto, diventa fondamentalmente inutile.

¹² Le commissioni e gli oneri addebitati alla clientela vanno economicamente a compensare, in estrema sintesi: (i) i costi operativi, necessari a gestire il personale, a mantenere le filiali, a elaborare le transazioni e a garantire la sicurezza dei conti; (ii) gli investimenti tecnologici, necessari per offrire *app* mobili, servizi *on line*, sistemi di pagamento aggiornati; (iii) i costi associati alla valutazione dei rischi e alla protezione dei fondi dei clienti; nonché (iv) i servizi personalizzati offerti alla clientela (come la consulenza finanziaria o la gestione patrimoniale).

Sostenibilità e innovazione nell'attività bancaria: il conto di base come soluzione per chi abbia ridotte capacità cognitive

SOMMARIO: 1. Premessa; – 2. La trasformazione digitale delle banche; – 3. L'aumento del numero degli anziani ed il loro rapporto col digitale; – 4. Sostenibilità e finanza: a) dall'Agenda 2030 ai Regolamenti 2019/2088, 2020/852 e 2022/2088; – 5. *Segue:* – b) la sostenibilità nell'attività bancaria e le *Guidelines on Loan Origination and Monitoring* EBA; – 6. Il “Conto di base” ex art- 126-noviesdecies TUB; – 7. Conclusioni: il “conto di base” come possibile strumento per banche socialmente sostenibili.

1. Premessa

“Il maggiore ricorso alle innovazioni tecnologiche potrà apportare significativi benefici agli operatori, agli intermediari e, in prospettiva, a imprese e famiglie”.

Questa frase, che si attaglia invero a moltissimi settori industriali, è invece nel caso di specie da attribuire al Governatore della Banca d'Italia ed è stata pronunciata nell'intervento all'ASSIOM Forex il 12 febbraio 2022; è, infatti, uno dei *leitmotiv* del settore bancario degli ultimi dieci anni, nei quali le trasformazioni imposte dal cambiamento tecnologico e in particolare dall'innovazione digitale hanno profondamente modificato gli assetti organizzativi di queste imprese, nonché le forme di distribuzione dei loro servizi finanziari¹.

A questo tema si affianca normalmente l'analisi dei problemi che ciò ha comportato, dalla *cyber security* alla concentrazione in poche mani dei sistemi informativi bancari, ossia della tecnologia necessaria per tutte le operazioni bancarie (c.d. *core banking system*)², mentre raramente si affronta il tema dell'impatto che tale trasformazione ha

¹ In <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-governatore/integov2022/FOREX-12-febbraio-2022-Visco.pdf>

² Ma si pensi anche ai problemi della finanza decentralizzata – anche attraverso l'utilizzo della tecnologia dei registri distribuiti (Distributed Ledger Technology, DLT) e degli *smart contract* che consentono l'esecuzione di transazioni senza ricorrere a un intermediario o a un processo “centralizzato”, tema altresì trattato dal Governatore nell'intervento citato.

avuto ed ha sul popolo degli utenti e dei consumatori con ridotte capacità cognitive come gli anziani³ che sono statisticamente meno alfabetizzati tecnologicamente e che hanno di conseguenza grandi difficoltà di utilizzo dei servizi bancari digitali.

È bene chiarire sin da principio che il tema non si pone solo per gli “anziani” perché riguarda chiunque si trovi ad avere una ridotta capacità cognitiva (ad es. a seguito di un trauma o una malattia) e non riguarda nemmeno tutte le persone anziane perché è stato provato che almeno un 52 per cento⁴ di quest’ultime sono in realtà in certi casi pienamente in grado di affrontare le sfide che la tecnologia mette loro davanti.

In generale, però, il tema è molto grave, dato che la popolazione anziana in Italia è in continuo aumento e che è nozione di comune esperienza che l’accesso a tutti i servizi offerti dagli intermediari finanziari *on line* o attraverso applicazioni proprietarie della singola

³ Diverse sono le definizioni di anziano che si trovano in letteratura; si va da quella “storica” che individua la soglia di 65 anni di età e che viene attribuita – probabilmente in maniera errata - a Otto Von Bismarck, a quella che divide le persone con più di 65 anni tra chi è in buone condizioni di salute, ha un buon inserimento sociale e disponibilità di risorse e dunque appartiene alla cosiddetta “terza età”, da coloro che invece dipendono da altri e si trovano in una condizione di decadenza fisica e che vengono quindi ricompresi nella cosiddetta “quarta età”; o ancora esiste una definizione di anzianità che distingue quattro sottogruppi, i “giovani anziani” (persone tra i 64 e i 74 anni), gli anziani (persone tra i 75 e gli 84 anni), i “grandi vecchi” (persone tra gli 85 e i 99 anni) ed infine i centenari. Si ricorda che a livello europeo i diritti degli anziani sono tutelati dalla Carta dei diritti fondamentali dell’Unione Europea che all’art. 25 afferma che: “*L’Unione riconosce e rispetta il diritto degli anziani di condurre una vita dignitosa e indipendente e di partecipare alla vita sociale e culturale*”; è chiaro che in questa “partecipazione” rientra anche quella allo sviluppo tecnologico. Nel 2018, la Società Italiana di Gerontologia e Geriatria avanzò l’idea di aggiornare il concetto di anzianità, portando a 75 anni l’età ideale per definire una persona come “anziana”. “*Un 65enne di oggi*” – affermava la SIGG – “*ha la forma fisica e cognitiva di un 40-45enne di 30 anni fa e un 75enne quella di un individuo che aveva 55 anni nel 1980*”. Si può leggere l’intero paper, nel quale vengono fornite ampie motivazioni anche comparatistiche, all’indirizzo https://www.sigg.it/wp-content/uploads/2018/12/News_Quando-si-diventa-anziani.pdf.

⁴ Nel 2018, la quota di utenti regolari di Internet nella popolazione UE-28, tra 65 e 74 anni, era del 52 per cento. In Italia, nello specifico, il 34 per cento. Fonte: Rapporto Annuale 2019 – Approfondimento Gli anziani e le nuove tecnologie, p. 161, consultabile all’indirizzo <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2019/capitolo3.pdf>.

banca, è diventata una necessità e abbisogna di una capacità cognitiva e di attenzione che con l'età man mano si perde.

D'altra parte, con l'oramai nota Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile del 25 settembre 2015 e il conseguente Accordo di Parigi del 12 dicembre 2015 sul cambiamento climatico⁵, i governi di tutto il mondo si sono assunti impegni precisi a favore dell'obiettivo di un'economia e una società più sostenibili, individuando 17 nuovi Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile (*Sustainable Development Goals*, "SDG") con i 169 traguardi ad essi associati⁶.

5

Cfr.

[https://eur-lex.europa.eu/legal-](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01)

content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01.

⁶ Sulla scia dell'Agenda 2030, si è sviluppato un ampio dibattito che ha visto protagonista anche la categoria dei grandi imprenditori. Si veda ad es. *Transforming Capitalism for Sustainability*, K. SAKURADA, CEO, Sampo Holdings, Inc., Time, 7 febbraio, 2022 e più nel dettaglio, dello stesso autore, *Bushido Capitalism, the cold Hugh Read fine business for a Sostenibile Future*, LID Publishing, 2021, dove l'Autore esprime le tre vie attraverso le quali gestire un business che dovrà essere "good for the seller, good for buyer, good for the society". L'Autore afferma che andrà guardato non solo l'interesse degli shareholders ma anche quello dei multi-stakeholders: se è vero che nel 2021 la capitalizzazione delle prime cinque società del mercato americano era pari a quella delle 2170 società del first Section of Tokyo Stock Exchange (dove ad esempio ci sono società di assistenza sanitaria), questo fa capire come non è possibile che il valore di quelle cinque società sia superiore al valore di tutte le società del Giappone. Ed invero, per valutare il valore della società, bisognerà includere delle metriche che riguardano come quella società faccia crescere la comunità e non soltanto i profitti finanziari. Sulla stessa scia e forse ancor prima (in considerazione del fatto che lo stesso manager già aveva scritto nel 2018 e nel 2019 nella "Dichiarazione della Business Round-table"), va segnalata la lettera aperta di L. FINK, Presidente e CEO di Blackrock, il più grande fondo di investimento al mondo, che nella sua ultima Larry Fink's 2022 Letter to CEOs, *The Power of Capitalism*, ha affermato che "A company must create value for and be valued by its full range of stakeholders in order to deliver long-term value for its shareholders". Invero, il tema è antico e più ampio e riguarda il fatto che le concentrazioni di ricchezza sono fonti non solo di potere economico, ma anche di potere politico, come già chiariva e analizzava B. LIBONATI, *Politica e società*, in *Riv. Soc.*, 1961, pp. 1096-1102, ora anche in Id., *Scritti giuridici*, Vol. I, Milano, 2013. Più in generale su questi temi, E. BARCELLONA, *La Sustainability Corporate Governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. Soc.*, 2022, 1.

All'interno della suddetta Risoluzione dell'Assemblea Generale delle Nazioni Unite, in diverse occasioni si fa riferimento agli anziani come una delle categorie di persone che si trovano in una situazione di maggior bisogno e poi all'interno dell'obiettivo n. 8 ("lavoro dignitoso e crescita economica") si afferma che uno dei traguardi da raggiungere è quello di: "Rafforzare la capacità degli istituti finanziari interni per incoraggiare e aumentare l'utilizzo di servizi bancari, assicurativi e finanziari *per tutti*" [corsivo nostro].

Ecco dunque che la cerniera tra sistema bancario, soggetti vulnerabili e SDG si chiude e mostra come il tema debba essere necessariamente trattato.

Invero il legislatore, prima europeo e poi domestico, si era già posto il problema della necessità di rendere accessibile a talune categorie di consumatori i conti di pagamento, inserendo nel 2017 all'interno del Testo Unico Bancario, il Capo II-ter "Disposizioni particolari relative ai conti di pagamento" disciplinando in particolare, dall'art. 126-*noviesdecies* in poi, il cosiddetto "Conto di base", un conto di pagamento denominato in euro che è – a determinate condizioni – un vero e proprio diritto del consumatore.

Con il seguente lavoro si intende affermare che il Conto di base può essere una soluzione per coniugare l'obiettivo della sostenibilità - come sopra intesa - con i diritti dei correntisti con ridotte capacità cognitive⁷, diritti da esercitarsi nelle forme di volta in volta individuate dall'inarrestabile evoluzione tecnologica nell'usufruire dei servizi bancari e finanziari.

⁷ Spesso, nel presente lavoro, ci riferiremo alla categoria degli "anziani"; ben consapevoli però che il medesimo discorso vale per tutti coloro che non hanno più quelle capacità cognitive necessarie per esercitare i diritti provenienti da un rapporto di conto corrente o di servizi di investimento, che pure erano stati a loro tempo contrattualizzati.

2. La trasformazione digitale delle banche

Il mondo dei servizi bancari – per quel che qui interessa⁸ – si è sicuramente caratterizzato negli ultimi anni per due fenomeni: la chiusura di sportelli e filiali in tutta Italia e la spersonalizzazione della sua attività con i correntisti attraverso un uso massiccio di servizi *on line*.

I dati mostrano innanzitutto come negli ultimi 10 anni gli sportelli e dipendenti delle banche italiane si sono drasticamente ridotti⁹. In particolare dal 2012 al 2021 c'è stato un calo di dipendenti di 45.613 unità (da 315.238 a 269.625) pari al 14,47 per cento mentre - ancor più impressionante - nel medesimo periodo, si è passati da 32.881 sportelli operativi a 21.650 (circa il 50 per cento dei quali appartenenti a banche di maggiore dimensione) con una perdita quindi di “punti vendita” pari a 11.231, ossia più del 34 per cento¹⁰; tutto ciò ha fatto il paio con la riduzione del numero delle banche che sono passate da 740 nel 2001 a 456 al 3.12.2021 ossia circa il 38 per cento delle banche in meno¹¹.

⁸ Per un'analisi invece della trasformazione del sistema bancario in termini di forme societarie ammesse e di riorganizzazione del mercato, mi sia permesso rinviare al mio *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, II, p.43-79, nonché da ultimo *Ancora sulla riforma delle banche popolari (DL 3/2015): la lunga maratona giudiziaria* (appena cominciata), in *Riv. dir. comm.*, 2022, II, 17.

⁹ Banca d'Italia da qualche anno pubblica con cadenza annuale un report dettagliato “*Banche e istituzioni finanziarie: articolazione territoriale*”. I dati indicati nel testo sono presi dall'ultimo report disponibile al momento in cui si scrive il presente, consultabile all'indirizzo: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/banche-istfin/2022-banche-istfin/statistiche_STAATER_20220331.pdf.

¹⁰ Secondo una classificazione per gruppo istituzionale, le banche S.p.a. possedevano oltre 17.700 sportelli, pari al 75 per cento del totale nazionale, mentre le banche di credito cooperativo e le banche popolari erano rispettivamente il 18 per cento e il 6 per cento.

¹¹ Vale la pena ricordare che il fenomeno della concentrazione bancaria è stato un fenomeno guidato anche dal legislatore italiano che, negli ultimi 10 anni, ha introdotto radicali riforme in tema di disciplina dei modelli di banche mutualistiche: prima, nel gennaio del 2015, con la riforma delle banche popolari e, poi, nell'aprile del 2016 con la riforma – non meno importante – delle banche di credito cooperativo, ossia banche mutualistiche necessariamente ancorate ad un determinato territorio. Con riferimento alle popolari, l'art.1 del D.L. 24 gennaio 2015, n. 3 (“Misure urgenti per il sistema

Il contesto è dunque chiaro: c'è stata una riorganizzazione del modello distributivo dei prodotti e servizi bancari che ha comportato – sempre per quel che qui interessa – una riduzione di circa un terzo delle filiali e dunque un allontanamento “fisico” delle banche dai propri correntisti. I clienti della banca, dunque, hanno per così dire “subito” questa riorganizzazione, dovendosi adattare al nuovo stato di fatto e non potendo (ovviamente) in nessun modo opporsi ad esso.

Nello stesso tempo l'ICT (*Information and Communication Technology*) è diventato il vero cuore pulsante delle banche e ciò forse

bancario e gli investimenti”), convertito con l. 24 marzo 2015, n. 33, il legislatore ha innanzitutto inserito un limite dimensionale patrimoniale per l'uso del modello banca popolare, in aggiunta ad una serie di modifiche alla *governance* di queste banche (voto maggiorato delle persone giuridiche, aumento delle deleghe di voto in assemblea e possibilità di avere amministratori non soci) e alle modalità di finanziamento delle stesse (possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi); per un commento mi sia permesso rinviare sul punto al mio *Osservazioni intorno alla riforma delle banche popolari del 2015. Un primo commento*, in *Riv. dir. comm.* 2016, p. 43 e da ultimo A. MIRONE, *Statuto delle banche popolari e riforma del credito cooperativo*, in *Giur. Comm.*, 2019, 211/I. Con riferimento invece alla Riforma delle BCC, con la legge n. 49 dell'8 aprile 2016, conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 14 febbraio 2016, n. 18, “Recante misure urgenti concernenti la riforma delle banche di credito cooperativo, la garanzia sulla cartolarizzazione delle sofferenze, il regime fiscale relativo alle procedure di crisi e la gestione collettiva del risparmio”, il legislatore ha previsto che ogni banca di credito cooperativo (di seguito “BCC”) deve aderire ad un Gruppo Bancario Cooperativo: le BCC devono sottoscrivere un “contratto di coesione” che disciplina il funzionamento del Gruppo stesso e quindi il grado di direzione e coordinamento che la Capogruppo, della quale le medesime BCC aderenti detengono la maggioranza del capitale, esercita sulle singole banche del Gruppo. Per un commento della nuova normativa delle banche di credito cooperativo anche in ottica comparatistica, E. PAGANI, *La riforma del credito cooperativo in prospettiva comparata*, in *Banca, Impresa e Società*, 2/2016, 203, la quale conclude affermando l'importanza di tutelare, anche attraverso questa riforma, la “biodiversità” del sistema bancario in Italia. Va detto che dal 2016 in avanti il legislatore non ha mai smesso di emendare la Riforma delle BCC, in particolare col c.d. Decreto “Mille Proroghe” (ossia la Legge 21 settembre, n. 108, di conversione, con modificazioni, del D.L. 91/2018), col c.d. “Decreto Fiscale” (ossia la Legge 17 dicembre 2018 n. 136 che converte, con modificazioni, il D.L. 23 ottobre 2018, n. 119) ed ancora con la Legge di Bilancio 2019 (ossia Legge 30 dicembre 2018, n. 145, in vigore dal 1° gennaio 2019).

ha anche in parte causato quel fenomeno di concentrazione che abbiamo sopra descritto¹².

L'impatto dell'innovazione e della tecnologia sul sistema bancario è stato radicale: già oltre vent'anni fa la Banca Centrale Europea analizzava approfonditamente il tema affermando che l'ICT nelle banche avrebbe, da un lato, ridotto i costi associati alla gestione delle informazioni attraverso processi automatizzati che avrebbero sostituito i sistemi basati sul lavoro manuale e sui documenti cartacei e, dall'altro, modificato il modo attraverso il quale la clientela avrebbe avuto accesso ai servizi e prodotti dell'istituto finanziario, ossia andando verso l'accesso da remoto a tali servizi (c.d. *"remote banking"*)¹³.

Ciò ha comportato anche a livello regolatorio la presa di coscienza dell'importanza del tema e, nel 2015, veniva aggiunto alla circolare 285 del 17 dicembre 2013 (Parte Prima, Titolo IV) il nuovo capitolo "Il sistema informativo" (Capitolo 4), nel quale ora vengono disciplinati nel dettaglio i compiti che su tale tema ha l'organo con funzioni di supervisione strategica e l'organo con funzioni di gestione e, al contempo, si precisa l'organizzazione della funzione ICT, della sicurezza informatica e del rischio informatico (c.d. *"IT Governance"*)¹⁴.

¹² Tra i primi a mettere in luce in generale il valore della informatizzazione dei processi di produzione e dei prodotti/servizi nelle imprese ed i vantaggi competitivi che ne sarebbero derivati sono stati Porter e Millar, i quali con riferimento alle banche affermarono infatti che *"Banking and insurance [...] have always been information intensive. Such industries were naturally among the first and most enthusiastic users of data processing"*, M. PORTER, V.E. MILLAR, *How information gives you competitive advantage*, in *Harvard Business Review*, 1985.

¹³ BCE, *The effects of Technology on the Eu Banking System*, 1999; <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/techbnken.pdf>. Sul tema degli effetti dell'innovazione tecnologica nell'attività bancaria è tornato, da ultimo, il Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco al 29° Congresso ASSIOM FOREX del 4 febbraio 2023, affermando che: *"L'ampio ricorso all'esternalizzazione dei servizi informatici e l'elevata concentrazione che caratterizza questo mercato hanno fatto sì che nel 2022 la platea delle banche coinvolte da attacchi informatici sia aumentata rispetto all'anno precedente, sebbene il numero dei singoli eventi si sia ridotto"*.

¹⁴ Premessa generale è che: *"Nell'ambito della generale disciplina dell'organizzazione e dei controlli interni, sono attribuiti agli organi e funzioni aziendali ruoli e responsabilità, relativi allo sviluppo e alla gestione del sistema"*.

Quel che qui interessa mettere in luce è proprio lo sviluppo del cosiddetto *remote banking*, ossia quella modalità di accesso e generale utilizzo del proprio conto corrente che avviene da remoto, attraverso un accesso *internet*, ovvero attraverso una applicazione proprietaria della banca che poi a sua volta dà accesso a diverse funzionalità della posizione personale. Ciò avviene, com'è esperienza comune, attraverso delle credenziali di accesso che sono spesso la combinazione di più codici di autenticazione attraverso i quali il sistema riconosce il titolare del conto¹⁵.

Il percorso non ha origini particolarmente recenti ma è iniziato con l'introduzione delle prime *Automated Teller Machine* (ATM) negli anni sessanta, per poi proseguire negli anni novanta con l'avvio dei sistemi di trading *on line*, la diffusione dell'*internet banking* a partire dagli anni

informativo, nel rispetto del principio della separazione delle funzioni di controllo da quelle di supervisione e gestione", così testualmente l'art. 1 del Capitolo 4.

¹⁵ L'importanza dell'*home banking* si coglie bene nel "Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane 2021" presentato il 20 novembre 2022 da CONSOB, laddove si legge: "*L'utilizzo di internet da parte delle famiglie italiane nell'ambito delle scelte economico-finanziarie oscilla tra il 2 per cento nel caso della negoziazione di cripto-valute e il 44 per cento per l'online banking*", report reperibile all'indirizzo:

https://www.consob.it/documents/1912911/1941479/rf2021_it.pdf/b37ab0b4-fdef-efe8-ce91-90a645760cc0.

duemila¹⁶ per poi approdare all'ultima frontiera dell'*Open Banking*¹⁷ che ha avuto pieno dispiegamento con la Direttiva PSD2¹⁸.

¹⁶ Così l'intervento del V.D.G della Banca d'Italia, F. Panetta, *L'innovazione digitale nell'industria finanziaria italiana*, 26 settembre 2017: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2017/Panetta_26092017.pdf.

¹⁷ Sul punto, vale la pena citare la prima indagine "*The Global Open Banking Report*" svolta dal CBI (l'associazione, oramai società consortile, che raggruppa molte delle banche italiane sui temi dell'innovazione tecnologica e della digitalizzazione dell'industria bancaria e finanziaria) in collaborazione con PWC, che fornisce una panoramica completa delle tendenze presenti nel sistema bancario nazionale e internazionale in tema di servizi innovativi in ambito bancario e finanziario, basati su modelli collaborativi tra diversi operatori del medesimo settore o anche di settori diversi, reperibile all'indirizzo: <https://www.cbi-org.eu/Home-en/The-Global-Open-Banking-Report-1>. L'open banking si basa, infatti, sulla condivisione di dati e informazioni tra i vari attori coinvolti (es. banche tradizionali, banche digitali, FinTech e Tech Provider), con l'obiettivo di sviluppare ed erogare servizi innovativi al cliente finale, quali Servizi di Account Information, Servizi di Payment Initiation e Servizi a Valore Aggiunto. Solo per fare qualche esempio, i servizi di Account Information sono principalmente guidati dall'aggregazione dei conti (in modo che il cliente possa avere una visione completa di tutti i suoi conti), e dal Personal Financial Management (che, ad esempio, elabora approfondimenti sui trend di spesa o sui piani di risparmio). Per quanto riguarda il servizio di Payment Initiation, i servizi più offerti sono il Peer-to-Peer (P2P) e i Pagamenti Istantanei, con un enorme sviluppo delle richieste di modi pratici, semplici ed economici di eseguire i pagamenti. Infine, sui Servizi a Valore Aggiunto, ampiamente diffusi sono la verifica del codice IBAN, che consente ai clienti di verificare la validità e la corretta titolarità di un IBAN prima di effettuare un pagamento, e l'Identità Digitale & Digital Onboarding, che fa leva sui dati dell'utente per facilitare l'*Onboarding* (così il Report citato pp. 49 ss.).

¹⁸ Il riferimento è alla Direttiva 2015/2366/(UE) del Parlamento Europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015, sui servizi di pagamento nel mercato interno, entrata in vigore in Italia il 13 gennaio 2016 (c.d. "PSD2" *Payment System Directive 2*), ai sensi della quale con "Open Banking" si intende "*un ecosistema aperto e digitale che consente, anche senza la presenza di accordi prestabiliti, lo scambio di dati e informazioni, non solo finanziarie, tra gli operatori (bancari, finanziari e non) che ne fanno parte.*" La normativa europea è stata poi integrata con il Regolamento delegato 2018/389 della Commissione Europea del 27 novembre 2017, entrato in vigore alla fine del 2019. Interessanti, sul punto, i servizi offerti alla clientela dalle c.d. terze parti (Third Party Providers - TPP). Come abbiamo in parte anticipato, i TPP, nelle loro differenti tipologie, offrono: i) servizi di informazione sui conti di pagamento detenuti dal cliente presso uno o più prestatori di servizi di pagamento (Servizio di

D'altra parte, l'importanza per le banche della tecnologia appare evidente dall'analisi della Banca d'Italia, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*¹⁹, che ha rilevato come la spesa in tecnologie *fintech* è passata in questi anni da 233 milioni (2017-2018) a 456 milioni (2019-2020) fino a 530 milioni (2021-2022) e ciò vuol dire che in 6 anni l'importo degli investimenti si sono più che raddoppiati²⁰.

Informazione sui Conti/Account Information Service – AIS); ii) servizi attraverso i quali il TPP dispone, su richiesta del cliente, un ordine di pagamento a valere su un conto di pagamento che il cliente detiene presso un altro prestatore di servizi di pagamento (Servizio di Disposizione di Ordini di Pagamento/Payment Initiation Service – PIS); iii) servizi di pagamento basati sulle carte, che richiedono una procedura di conferma fondi su un conto che il cliente detiene presso un altro prestatore di servizi di pagamento, non preventivamente associato tramite un accordo contrattuale alla carta di pagamento (Servizio di Conferma Fondi/Card Initiated Service – CIS). Per approfondimenti: *PSD2 e Open Banking: nuovi modelli di business e rischi emergenti* - Banca d'Italia, novembre 2021, reperibile all'indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-banche-int/2021-PSD2-Open-Banking.pdf>. Sul tema, F. FERRETTI, *L'"open banking" e le troppe zone grigie del conflitto tra la legislazione europea sui pagamenti e la tutela dei dati personali* (The "open banking" and the too many gray areas of the conflict between the European legislation on payment services and the protection of personal data), in *Federalismi.it*, 2021, fasc. 10, pp. 69-99; F. MARASÀ, *Il trattamento dei dati personali dell'utente dei servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR* (The processing of personal data of payment service users between PSD2 and GDPR), in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, fasc. 2, pp. 629-670; I. D'AMBROSIO, *La tutela del consumatore nei pagamenti elettronici e la nuova direttiva europea PSD2*, in *Notariato*, 2019, fasc. 6, pp. 676-68.

¹⁹ Terza indagine conoscitiva pubblicata il 22 novembre 2021 condotta da Banca d'Italia: una rilevazione che ha cadenza biennale e che ha coinvolto 59 gruppi bancari e 53 banche non appartenenti a gruppi. Consultabile all'indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2021/2021-FINTECH-INDAGINE.pdf>.

²⁰ Per progetti *fintech* si intendono quelle iniziative di investimento incentrate sull'innovazione tecnologico-finanziaria e capaci di generare nuovi processi, prodotti, servizi e modelli di business. Secondo Banca d'Italia: "La diffusione delle tecnologie contribuisce a trasformare la struttura dell'industria finanziaria; assume spessore l'innovazione della filiera del credito e dei pagamenti, grazie ai progetti dedicati al mobile banking, al digital lending e all'erogazione di prodotti derivati dai servizi AIS e PIS" [rispettivamente: Servizio di informazione sui conti/Account Information Service e Servizio di disposizione di ordini di pagamento/Payment Initiation Service, ndr], p.36. Per un'analisi più generale dello stato di digitalizzazione dell'economia

3. *L'aumento del numero degli anziani ed il loro rapporto col digitale*

Al 1° gennaio 2022 gli individui residenti in Italia dai 65 anni di età in su ammontavano a 14 milioni e 46 mila pari al 23,8 per cento del totale della popolazione²¹ e si registra un costante trend di crescita²², in parte correlato anche al costante aumento della speranza di vita alla nascita²³ insieme alla oramai cronica ridotta fecondità degli italiani²⁴.

Sempre ai fini che qui interessa, va segnalato che nel 2018, sul totale degli anziani, circa uno su tre viveva da solo (in aumento rispetto al 2017) e oltre tre anziani soli su quattro avevano un titolo di studio che non superava la licenza media: la quota dei poco istruiti raggiungeva l'80,7 per cento tra le donne e l'85 per cento tra coloro che avevano più

europea e quindi della società, si vedano gli interessantissimi Digital Economy and Society Index (DESI) reports, che oramai dal 2014 la Commissione Europea emette. In particolare, per l'edizione 2021 dell'indice di digitalizzazione dell'economia e della società (DESI), l'Italia si colloca al 20° posto fra i 27 Stati membri dell'UE: l'Italia è significativamente in ritardo rispetto ad altri paesi dell'UE in termini di capitale umano. Rispetto alla media UE, registra infatti livelli di competenze digitali di base e avanzate molto bassi. Solo il 42 per cento delle persone di età compresa tra i 16 e i 74 anni possiede perlomeno competenze digitali di base (56 per cento nell'UE) e solo il 22 per cento dispone di competenze digitali superiori a quelle di base (31 per cento nell'UE). Per maggiori approfondimenti il report è consultabile sul sito internet del DESI all'indirizzo: <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/policies/desi>.

²¹ Rapporto annuale Istat 2022: https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2022/Rapporto_Annuale_2022.pdf.

²² Nel 2009 sfioravano i 12 milioni e costituivano il 20,3 per cento della popolazione; se si va più indietro negli anni scopriamo che nel 1960 gli anziani erano 4,6 milioni ed erano pari al 9,3 per cento, negli anni 80 raggiungevano i 7,4 milioni ed erano pari al 13 per cento, mentre nel 2000 salivano a 10,3 milioni, pari quindi al 18,1 per cento. Quindi, in meno di 10 anni, gli anziani sono aumentati di 5 punti percentuale. Così: *Invecchiamento attivo e condizione di vita degli anziani in Italia* – Istat 2020 <https://www.istat.it/it/files/2020/08/Invecchiamento-attivo-e-condizioni-di-vita-degli-anziani-in-Italia.pdf>.

²³ La speranza di vita oggi fa registrare un livello superiore agli 80 anni per gli uomini e agli 85 anni per le donne; *Invecchiamento attivo*, cit.

²⁴ Va detto inoltre che, dalla seconda metà degli anni 70 in poi, le coppie italiane hanno smesso di tenere un comportamento riproduttivo in grado di garantire il cosiddetto “rimpiaggio delle generazioni” (due figli per donna); *Invecchiamento attivo*, cit.

di 75 anni²⁵. Quello degli anziani con un basso livello di istruzione è invece un *trend* in diminuzione: infatti, nel 2020 meno di un anziano su due aveva un titolo di studio molto basso che non superava la licenza elementare²⁶.

Avvicinandoci poi al tema che ci occupa, e tenendo a mente che l'apprendimento permanente durante tutto l'arco della vita (c.d. *lifelong learning*) assume sempre maggiore importanza soprattutto in relazione ai forti cambiamenti in atto nella nostra società (e rientra infatti tra gli obiettivi strategici di Europa 2020), se si considera la classe di età 65 - 74enni il coinvolgimento in attività formative arriva all'1,9 per cento e dunque ad un tasso particolarmente basso²⁷.

Viene dunque qui in rilievo il cosiddetto *digital divide* “che contraddistingue la popolazione anziana, sostanzialmente quasi esclusa dai benefici derivanti dall'applicazione di tecnologie informatiche in un numero crescente di campi”²⁸.

Insomma, quello che emerge molto chiaramente è che, da un lato, il numero degli anziani in Italia è un numero considerevole della popolazione italiana e per di più in continuo aumento e, dall'altro, proprio gli anziani (*rectius*: i soggetti con ridotta capacità cognitiva) sono tra i soggetti che più hanno difficoltà a stare al passo con l'innovazione tecnologica.

D'altra parte, tanti sono gli studi sul rapporto tra *internet* e l'età anagrafica degli individui²⁹ ed in particolare sull'uso di internet da parte

²⁵ Rapporto annuale Istat 2019: <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2019/Rapportoannuale2019.pdf>.

²⁶ Rapporto annuale Istat 2022: https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2022/Rapporto_Annuale_2022.pdf.

²⁷ La scarsa partecipazione alla formazione della popolazione anziana inattiva riveste una notevole importanza in considerazione del fatto che la quota di inattivi è predominante: sono circa due su tre – poco meno di 10 milioni di individui – la cui inclusione sociale e qualità della vita sono connesse anche alla partecipazione dell'iCloud Learning.

²⁸ Sempre, *Invecchiamento attivo e condizione di vita degli anziani in Italia* – Istat 2020 <https://www.istat.it/it/files//2020/08/Invecchiamento-attivo-e-condizioni-di-vita-degli-anziani-in-Italia.pdf>, p. 113.

²⁹ L'uso di internet nel nostro Paese rimane fortemente legato all'età, e solamente tra le persone di età maggiore di 65 anni laureate l'utilizzo della rete presenta valori

degli anziani che dimostra un “divario marcato tra le generazioni”³⁰, tanto da poter dire che, se ci si focalizza sulle famiglie di soli anziani, ovvero di quelle composte da persone di 65 anni e più, ben il 67,4 per cento di loro non sa usare *internet*³¹.

simili a quelli registrati per la media italiana: il 61,3 per cento (Fondazione Ugo Bordoni, Istat, 2018) <https://www.fub.it/wp-content/uploads/2020/06/Internet@Italia-2018.pdf>. Occorre inoltre rammentare che, riguardo l'utilizzo regolare di internet da parte degli individui di 65-74 anni in Europa, l'Italia nel 2018 si trovava nella parte inferiore della graduatoria, lontano dalla media europea e ancor di più dalle prime posizioni, occupate da paesi dell'Europa del Nord, Fonte: Rapporto Annuale 2019 – Approfondimento Gli anziani e le nuove tecnologie, Figura 3.38, p. 161 <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2019/capitolo3.pdf>, in linea con EUROSTAT, *ICT usage in households and by individuals*.

³⁰ Nell'ultimo decennio la quota di utenti regolari di Internet nella popolazione europea (UE-28) tra 65 e 74 anni è più che triplicata, passando dal 16 per cento al 52 per cento; tale trend positivo si registra anche per l'Italia, con un incremento di 28 punti percentuali (passando dal 6 al 34 per cento). In Italia, nel complesso, la percentuale di utenti regolari di Internet di 65 anni e più è del 21,7 per cento. L'analisi per generazione consente di inquadrare meglio i cambiamenti intercorsi nel tempo a parità di età. Analizzando i profili di fruizione della rete si osserva un utilizzo regolare di Internet molto limitato per gli uomini e pressoché nullo per le donne nati prima del 1934 (che nel 2018 avevano 84 anni e più). A fronte di una diffusione costante dell'uso regolare di Internet per i nati a partire dal 1934, si osserva un divario marcato tra le diverse generazioni: i giovani anziani di 65-69 anni nel 2018 (nati tra il 1949 e il 1953) utilizzavano Internet regolarmente, molto più dei loro coetanei di quindici anni prima. Tale tendenza si è osservata sia tra gli uomini (44,7 contro 5,8 per cento dei nati tra il 1934 e il 1938), sia tra le donne (34,9 contro 0,7 per cento dei nati tra il 1934 e il 1938), con evidenti differenze di genere. Così il Rapporto Annuale 2019 – Approfondimento Gli anziani e le nuove tecnologie, p. 161 <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2019/capitolo3.pdf>. Altri studi affermano che i dati Istat, scorporati per età, ci aiutano a comprendere questo aspetto: i cittadini tra 55 e 59 anni che non usano Internet sono solo il 18,5 per cento, mentre tra gli over 75 sono l'82,8 per cento, <https://www.spazio50.org/50piu-e-fondazione-leonardo-al-cnel>.

³¹ Rapporto annuale Istat 2020 <https://www.istat.it/storage/rapporto-annuale/2020/Rapportoannuale2020.pdf>. Ma si veda anche A. CALIANDRO, E. GARAVAGLIA, V. STURIALE, A. DI LEVA, *Older people and smartphone practices in everyday life: an inquire on digital sociality of italian older users*, in *The Communication Review*, 2021; E. SALA, A. GAIA, G. CERATI, *The grey digital divide in Social Networking Site use in Europe. Results from a quantitative study*, in *Social*

Sempre con riferimento all'utilizzo di *internet*, altri studi ci informano che il numero delle famiglie italiane che lo usano nell'ambito delle scelte economico-finanziarie oscilla tra l'8 per cento nel caso della negoziazione di cripto-valute e il 52 per cento per l'*online banking*³²: il rapporto tra il depositante-correntista-investitore e la propria banca è dunque disintermediato e i clienti, grazie ai sistemi di accesso a distanza al proprio conto, possono operare direttamente sui propri fondi effettuando tutte le operazioni di cui hanno bisogno³³.

A fronte di questi dati, però, non sembra ci sia altrettanta attenzione sul rapporto tra gli anziani e le banche, sulla loro capacità di interfacciarsi con quella sopra descritta "trasformazione digitale" che ha interessato il sistema bancario e che è destinata in futuro ad aumentare.

Science Computer Review, 2020; Il tema non è ovviamente solo italiano. Si veda ad esempio: J. SNYDER, *Strategies for Banks to Protect Elderly Clients from Themselves and Others*, *Generations: Journal of the American Society on Aging* 36, no. 2 (2012): 98–100. <https://www.jstor.org/stable/26555918>; o anche J. GUNTHER, *Elder abuse age-friendly banking: best practices in fighting financial exploitation, caregiver support and accessibility*, in *The Gerontologist*, Volume 55, Issue Suppl_2, November 2015, Page 496, <https://doi.org/10.1093/geront/gnv215.01>.

³² Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane; Consob, 2022, in <https://www.consob.it/documents/11973/287812/rf2022.pdf/cf6f38e9-dbcc-6057-8fff-f56643facdba?t=1674683068756>

³³ In realtà, va detto che non è propriamente vero che l'utente è libero di navigare ed accedere al proprio conto perché, così come per chiunque navighi nel Web utilizza delle APP per navigare ed accedere a servizi e contenuti, anche nel mondo dell'Open Banking l'utente non naviga direttamente sui servizi online della propria banca (gestore del dato), ma c'è un'applicazione terza (del Third Party Provider, TPP, gestore del servizio) che filtra, aggrega dati e offre servizi all'utente secondo le sue richieste e secondo proprie logiche commerciali. Così, *The Global Open Banking Report*, CBI, 2021, rinvenibile all'indirizzo internet: <https://www.cbi-org.eu/Home/The-Global-Open-Banking-Report-1>

4. *Sostenibilità e finanza: a) dall'Agenda 2030 ai Regolamenti 2019/2088, 2020/852 e 2022/1288*

Come è noto, con l'Accordo di Parigi del 2015 sul cambiamento climatico³⁴ e l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile³⁵, si è cercato a livello globale di dare una risposta ai cambiamenti climatici, oramai oggettivi, il tutto attraverso una transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, con l'obiettivo di mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2° C rispetto ai livelli preindustriali³⁶.

Ebbene, la finanza è stata individuata come una delle leve principali che i governi possono utilizzare per mettere in atto l'Accordo di Parigi, visto che la messa a disposizione di prodotti finanziari che perseguono obiettivi ecosostenibili è un modo efficace di incanalare gli investimenti privati verso le attività sostenibili³⁷.

Possiamo dire che dal punto di vista normativo, da un lato, abbiamo assistito a una proliferazione della normativa sulla finanza sostenibile e quindi sulla c.d. tassonomia di tale finanza e, dall'altro, ma non con la stessa velocità, anche ad un coinvolgimento delle banche in questo percorso attraverso orientamenti in materia di concessione e

³⁴

Cfr.

[https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01)).

³⁵ Cfr. <https://www.unric.org/it/agenda-2030>; va detto però che tra tutti i diciassette *Sustainable Development Goal* la parola “Finanza” viene declinata solo al 17^{mo} “Partnership for the Goals”, ossia *Rafforzare gli strumenti di attuazione e rinnovare il partenariato mondiale per lo sviluppo sostenibile*, ma anche qui viene declinata solo come necessità di sviluppare gli aiuti internazionali ai paesi in via di sviluppo (nelle varie forme, ossia dall'aumentarne la capacità fiscale interna e la riscossione delle entrate, al mobilitare ulteriori risorse economiche per i paesi in via di sviluppo da più fonti, sia infine per adottare e applicare regimi di promozione degli investimenti per i paesi meno sviluppati). Prima di allora ricordiamo il “*Summit sulla terra*” svoltosi a Rio de Janeiro nel 1992 <https://www.un.org/en/conferences/environment/rio1992>.

³⁶ Questo il *leitmotiv* di tutti i testi normativi che si sono succeduti nel tempo; vedi per tutti il Considerando n. 3, Regolamento (UE)2019/2088.

³⁷ Così testualmente il Considerando n. 11, Regolamento (UE)2020/852.

monitoraggio dei prestiti (le c.d. *Guidelines on Loan Origination and Monitoring* del 29 maggio 2020 dell'EBA)³⁸.

Partendo però dalla Finanza Sostenibile, che certamente è quella che più di tutti è stata oggetto di questo processo regolatorio, il punto di partenza è stata la constatazione che la mancanza di regole comuni provoca certamente divergenza degli standard di informativa, distorsioni della concorrenza e confusione tra gli investitori finali, oltre a quella che viene comunemente definita come “*greenwashing*”³⁹, ossia una pratica che consiste “nell’ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale, commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti”⁴⁰.

Invero, il percorso di gestazione di questa normativa è stato piuttosto lungo. Ricordiamo infatti che nel 2016, la Commissione Europea incaricò un gruppo di esperti in materia di finanza sostenibile perché predisponesse un elenco di raccomandazioni rivolte al settore finanziario, con l’obiettivo principale di condurre uno studio sullo stato dell’arte della finanza etica all’interno della cornice eurounitaria e, di riflesso, di sostenere la transizione verso un’economia a basse *emissioni*

³⁸ Sulla stessa scia e, a dire il vero, sulla scia della Direttiva 2014/95/UE in materia di informazioni non finanziarie relativa alle grandi società, si pone la Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa al *Dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità*, e che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937. Molto critico sul tema M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence, noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Riv. Soc.*, 714, 2022, dove sono presenti ampi riferimenti; l’Autore critica in particolar modo la vaghezza e genericità delle regole dettate dalla Proposta che rischiano di affidare agli amministratori delle grandi società le “massime scelte politiche”.

³⁹ Il termine fu coniato dall’ecologista statunitense Jay Westerveld nel 1986, cfr. *The Guardian*, *The troubling evolution of corporate greenwashing*, 20 agosto 2016 (p.71). Parla espressamente di tale aspetto anche la Risoluzione del 28 marzo 2019, così descrivendo il fenomeno: “*Greenwashing refers to the practice of gaining an unfair competitive advantage by marketing a financial product as environmental-friendly, when in fact it does not meet basic environmental standards*”, puntando quindi sugli aspetti lesivi della concorrenza.

⁴⁰ Regolamento (UE)2020/852, Considerando n. 11.

di carbonio⁴¹. La relazione finale, fu presentata il 31 gennaio 2018, delineò le sfide e le opportunità che l'UE doveva affrontare nell'elaborazione di una nuova politica per la finanza sostenibile; in particolare, il *report* individuava i modi in cui il settore finanziario poteva entrare nuovamente in contatto con l'economia reale per sostenere la transizione verso un'economia definita “circolare” e più efficiente sotto il profilo della gestione delle sue risorse⁴².

Interessante notare che l'accento è posto proprio sulla necessità che tutti gli investimenti “sostenibili” siano concepiti come azioni “a lungo termine”, essendo il rischio di danni irreparabili massimo laddove, a fronte di scelte di investimento sostenibile, si opti nel breve-medio periodo per bruschi cambi di direzione e stravolgimento delle politiche sino a quel momento realizzate. Peraltro, secondo gli esperti, orientare i flussi di investimento verso progetti sostenibili a lungo termine consentirebbe anche un miglioramento della stabilità del sistema finanziario.

Ebbene, se tutto questo era previsto nel *Final Report* dell'*High Level Expert Group*, la Commissione Europea, l'8 marzo 2018, propose un *Action Plan on sustainable finance*⁴³, una strategia dell'Unione in materia di finanza sostenibile, delineando i lavori e le iniziative future nelle quali coinvolgere tutti i soggetti interessati del sistema finanziario ed indicando esplicitamente delle scadenze per ciascuna “azione” da intraprendere.

Il primo punto sottolineato sia dal *Final Report* che dall'*Action Plan* era quello di creare un linguaggio comune per la finanza sostenibile, ovvero un sistema unificato di classificazione dell'UE o

⁴¹ L'*High Level Expert Group on Sustainable Finance* fu composto da 20 esperti ad alto livello della società civile, del settore finanziario, del mondo accademico e da osservatori delle istituzioni europee e internazionali. Per una rapida sintesi su come invece il Protocollo di Kyoto del 1997 ed il suo meccanismo dei *carbon offsets*, ossia la possibilità di commercializzare le emissioni inquinanti, abbia di fatto contribuito alla crisi ecologica, L. GALLINO, *Il denaro, il debito e la doppia crisi*, Torino, 2015, in part. p. 43.

⁴² il “*Final report 2018: Financing a sustainable European economy*”, a cura dello *EU-High level expert group on sustainable finance*, reperibile all'indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/system/files/2018-01/180131-sustainable-finance-final-report_en.pdf

⁴³ http://europa.eu/rapid/press-release_IP-18-1404_en.htm.

“*tassonomia*” per definire ciò che è sostenibile e identificare gli ambiti in cui gli investimenti sostenibili possono incidere maggiormente; ciò che è stato fatto con i Regolamenti (UE)2019/2088, (UE)2020/852 e (UE)2022/1288.

Con il Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo al *reporting* sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari⁴⁴, si è inteso implementare un'informativa destinata agli investitori finali sui rischi di sostenibilità e sulla considerazione degli effetti negativi per quest'ultima degli investimenti, cercando di evitare divergenza degli *standard* di informativa, distorsioni della concorrenza e confusione tra gli investitori finali.

Innanzitutto, il Regolamento definisce il «rischio di sostenibilità» ossia “un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale e di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento”⁴⁵.

L'obiettivo finale del regolamento 2088 è quindi di rafforzare la protezione degli investitori finali migliorando l'informativa a loro destinata: l'obiettivo di raggiungere un'economia in linea con gli obiettivi dell'Agenda 2030 è dunque declinata nella finanza sostenibile attraverso una attenta e dettagliata informazione ai risparmiatori.

Gli operatori devono quindi specificare nelle loro politiche in che modo integrano i rischi di sostenibilità e pubblicare dette politiche: per *rischio di sostenibilità* si intende un evento o una condizione di tipo ambientale sociale e di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo sul valore dell'investimento.

Fondamentale nel Regolamento 2088 è la individuazione di quelli che vengono chiamati “livelli di ambizione”: partendo dalla constatazione che ad oggi ci sono diversi prodotti con diversi livelli di ambizione, il Regolamento 2088 distingue tra (i) Prodotti finanziari che

⁴⁴ In gergo anche noto come “Regolamento SFDR” dall'acronimo inglese del titolo: *Sustainable Finance Disclosure Regulation*.

⁴⁵ Considerando 14, Regolamento (UE)2019/2088.

*promuovono caratteristiche ambientali e sociali e (ii) Prodotti finanziari che hanno come obiettivo quello di produrre effetti positivi per l'ambiente e la società.*⁴⁶

Per i primi, va comunicato in che modo l'indice designato sia quello della sostenibilità e sia allineato a dette caratteristiche ovvero come, per i prodotti che non hanno un indice, vengano rispettate le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti finanziari; per i secondi, i partecipanti ai mercati finanziari devono comunicare il parametro di riferimento utilizzato per misurare le prestazioni in termini di sostenibilità nonché, laddove non ci sia un parametro di riferimento, spiegare come viene conseguito l'obiettivo di sostenibilità.

Fondamentale, ai fini di quanto qui interessa, è la definizione prevista dall'art. 2 lett. 17 di «investimento sostenibile», ossia un investimento in un'attività economica che contribuisce a un *obiettivo ambientale*, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l'impiego di energia, l'impiego di energie rinnovabili, l'utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l'uso del suolo, la produzione di rifiuti, le emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un *obiettivo sociale*, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in *capitale umano* o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate, il tutto *a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo* a nessuno di tali obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per

⁴⁶ Di fatto vengono individuati due tipi di prodotti finanziari:

ex articolo 8, par.1, un prodotto finanziario che *promuove* tra le altre caratteristiche ambientali o sociale o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona governance;

ex articolo 9, un prodotto finanziario che ha come *obiettivo* investimenti sostenibili ed è stato designato un indice di riferimento (fermo restando che se un indice non è stato individuato andrà spiegato in che modo l'obiettivo è raggiunto).

quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali.

Come si vede, quindi, è definito sostenibile anche quell'investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza o comunque un investimento in comunità economicamente o socialmente svantaggiate.

Ecco dunque un punto che vale la pena sottolineare: un investimento che abbia come obiettivo quello di integrare la comunità dei soggetti con ridotte capacità cognitive all'interno della più ampia collettività dei "normodotati", potrebbe definirsi un investimento sostenibile ai sensi del regolamento 2088 e dunque attrarre capitali a ciò destinati.

Successivamente, con il Regolamento (UE)2020/852 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisca gli investimenti sostenibili e recante la modifica del Regolamento (UE)2019/2088, il legislatore europeo ha inteso definire ciò che si può considerare un'attività economica ecosostenibile al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento.⁴⁷

Stabiliti gli obblighi di trasparenza degli investimenti ecosostenibili e di prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali delle informazioni precontrattuali e delle relazioni periodiche di regolamento, il Regolamento specifica, per tutti gli obiettivi ambientali, il significato del contributo sostanziale a ciascuno di essi, così come individua quale sia il "danno significativo agli obiettivi ambientali" (l'assenza del quale abbiamo visto essere il requisito essenziale dell'"investimento sostenibile") e quali siano le garanzie minime di salvaguardia e i requisiti dei criteri di vaglio tecnico.

⁴⁷ Ai sensi dell'art. 3, un'attività economica è considerata "ecosostenibile" se:

- a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno degli obiettivi ambientali di cui allo stesso regolamento (mitigazione dei cambiamenti climatici, adattamento ai cambiamenti climatici, uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine, transizione verso un'economia circolare, prevenzione e riduzione dell'inquinamento e protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi);
- b) non arreca un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali suddetti;
- c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia;
- d) è conforme ad alcuni criteri di vaglio tecnici stabiliti dalla commissione.

A chiudere il cerchio su questa materia è quindi stato emesso il Regolamento delegato (EU) 2022/1288 della Commissione del 6 aprile 2022⁴⁸, che integra il regolamento 2019/2088 per quanto riguarda le *norme tecniche di regolamentazione* che specificano: a) i dettagli del contenuto e della presentazione delle informazioni relative al principio “non arrecare un danno significativo” (così detto *do no significant harm*, DNSH), b) il contenuto le metodologie e la presentazione delle informazioni relative agli indicatori di sostenibilità e gli effetti negativi per la sostenibilità e c) il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti contrattuali, sui siti *web* e nelle relazioni periodiche.

Come espressamente dichiarato nel Regolamento, l'intento è sempre lo stesso: conseguire gli obiettivi dell'accordo di Parigi e ridurre in maniera significativa i rischi e gli impatti dei cambiamenti climatici, l'obiettivo globale è quello di mantenere l'aumento della temperatura media mondiale ben al di sotto di 2° C rispetto ai livelli preindustriali e di proseguire gli sforzi volti a limitare l'aumento della temperatura a 1,5° C rispetto ai livelli preindustriali.

Invero, il regolamento, molto complesso, è strutturato in cinque capi: (i) le disposizioni generali, (ii) la trasparenza circa gli effetti negativi sui fattori di sostenibilità (*Adverse Impacts on Sustainability Factors* - a sua volta suddiviso tra i partecipanti ai mercati e consulenti finanziari), (iii) l'informativa precontrattuale sul prodotto (a sua volta suddiviso tra la *promozione* delle caratteristiche ambientali e sociali e l'*obiettivo* di investimento sostenibile richiamando a tal uopo gli artt. 8 e 9 del Regolamento 2019/2088, nonché prodotti con l'opzione di investimento), (iv) l'informativa sul prodotto pubblicata su *web* (anche qui distinte tra i prodotti finanziari che promuovono caratteristiche ambientali e sociali e quelli che hanno come obiettivo investimenti

⁴⁸ Si veda da ultimo anche il Regolamento (UE) 2023/363 della Commissione del 31 ottobre 2022 che modifica e rettifica le norme tecniche di regolamentazione stabilite nel regolamento delegato (UE) 2022/1288 per quanto riguarda il contenuto e la presentazione delle informazioni relative all'informativa nei documenti precontrattuali e nelle relazioni periodiche per i prodotti finanziari che investono in attività economiche ecosostenibili.

sostenibili), (v) l’informativa sul prodotto nelle relazioni periodiche (sempre con le medesime distinzioni di prodotto suddette) e quindi le disposizioni finali con una serie di allegati con i modelli di informativa da fornire⁴⁹.

5. *Segue: b) la sostenibilità nell’attività bancaria e le Guidelines on Loan Origination and Monitoring EBA*

Se questo è in estrema sintesi il panorama della complessa normativa sulla Finanza Sostenibile (che come abbiamo visto include sia gli aspetti ambientali sia quelli della *governance* e dei diritti umani) diverso è stato lo sviluppo normativo per quanto riguarda gli obblighi ESG delle banche.

Per le banche, infatti, si è arrivati soltanto nel 2020 agli orientamenti dell’Associazione Bancaria Europea (EBA)⁵⁰ in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti, c.d. *Guidelines on Loan Origination and*

⁴⁹ Sempre sui temi della trasparenza, non possiamo non ricordare che è stata pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione europea, il 16 dicembre 2022, la nuova Direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022 sulla rendicontazione societaria di sostenibilità (*Corporate Sustainability Reporting Directive – CSRD*). A partire dal 1° gennaio 2024 verranno estesi gli obblighi di rendicontazione di sostenibilità a tutte le imprese di grandi dimensioni, nonché a tutte le imprese con valori mobiliari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati.

⁵⁰ L’EBA è stata creata nel 2011 e fa parte di una terna che comprende anche l’ESMA (*European Securities and Market Authority*) e la EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*). L’EBA si occupa di banche, l’ESMA di mercati finanziari (le Borse) e l’EIOPA di assicurazioni e fondi pensione. L’Autorità Bancaria Europea (ABE) è un’autorità indipendente dell’Unione europea (UE), che opera per assicurare un livello di regolamentazione e di vigilanza prudenziale efficace e uniforme nel settore bancario europeo. Gli obiettivi generali dell’Autorità sono assicurare la stabilità finanziaria nell’UE e garantire l’integrità, l’efficienza e il regolare funzionamento del settore bancario. L’EBA, assieme alle altre due autorità citate, fa parte del Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF), che comprende inoltre il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (CERS), il Comitato Congiunto delle Autorità Europee di Vigilanza e le Autorità di Vigilanza Nazionali. Pur essendo indipendente, l’EBA è responsabile dinanzi al Parlamento Europeo, al Consiglio dell’Unione Europea e alla Commissione Europea.

Monitoring del 29 maggio 2020, entrate in vigore a giugno 2021 con un periodo di transizione fino al giugno 2024⁵¹.

Gli orientamenti definiscono quindi la posizione dell'EBA in merito alle adeguate prassi di vigilanza all'interno del Sistema europeo di vigilanza finanziaria o alle modalità di applicazione del diritto dell'Unione in un particolare settore; nel caso di specie gli orientamenti trovano il loro prodromo nell'articolo 16 del regolamento (UE) n. 1093/2010⁵².

Le *Guidelines*, che si applicano a tutti gli istituti finanziari⁵³, seppur secondo il principio di proporzionalità in relazione alle dimensioni dell'istituto e ai prodotti erogati⁵⁴, hanno adottato un approccio c.d. *ex-*

⁵¹ Per eventuale approfondimento, le *Guidelines on Loan Origination and Monitoring* dell'EBA sono consultabili al link: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Publications/Guidelines/2020/Guidelines%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring/884283/EBA%20GL%202020%2006%20Final%20Report%20on%20GL%20on%20loan%20origination%20and%20monitoring.pdf.

⁵² Le autorità competenti di cui all'articolo 4, paragrafo 2, del regolamento (UE) n. 1093/2010 sono tenute a conformarsi a detti orientamenti integrandoli opportunamente nelle rispettive prassi di vigilanza (per esempio modificando il proprio framework giuridico o le proprie procedure di vigilanza), anche quando gli stessi sono diretti principalmente agli enti. Ad agosto 2020 la Banca d'Italia ha dichiarato all'EBA l'intenzione di conformarsi agli Orientamenti dalla stessa, espressi in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti (EBA/GL/2020/06) e quindi, con Nota n. 13 del 20 luglio 2021 "Attuazione degli Orientamenti dell'Autorità bancaria europea in materia di concessione e monitoraggio dei prestiti (EBA/GL/2020/06)", la Banca d'Italia ha dato attuazione a detti Orientamenti che dunque assumono valore di orientamenti di vigilanza.

⁵³ Ai sensi del Regolamento (EU) n. 1093 / 2010, per «*istituzione finanziaria*» si intendono gli «*enti creditizi*» quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, della direttiva 2006/48/CE, le «*imprese di investimento*» quali definite all'articolo 3, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2006/49/CE e i «*conglomerati finanziari*» quali definiti all'articolo 2, paragrafo 14, della direttiva 2002/87/CE, salvo che, in relazione alla direttiva 2005/60/CE, per «*istituti finanziari*» si intendano gli enti creditizi e gli enti finanziari quali definiti all'articolo 3, paragrafi 1 e 2, di detta direttiva.

⁵⁴ Prendendo le mosse dall'articolo 5 del Trattato sull'Unione Europea, il principio di proporzionalità prevede una proporzione tra costi di applicazione e benefici dell'obiettivo regolamentare. Secondo tale articolo: 1. *La delimitazione delle competenze dell'Unione si fonda sul principio di attribuzione. L'esercizio delle competenze dell'Unione si fonda sui principi di sussidiarietà e proporzionalità.*

ante, ossia il raggiungimento degli obiettivi della regolamentazione viene perseguito anzitutto *by design*, imponendo prassi gestionali che minimizzino il rischio di una nuova risalita degli stock dei c.d. *Non Performing Loans*. Insomma, il regolatore europeo, dopo anni di attenzione alla riduzione dei crediti deteriorati detenuti dalle banche (conseguenti alla grave crisi finanziaria del 2008), ha iniziato a studiare regolamenti volti a ridurre il rischio dell'attività creditizia svolta dagli istituti di credito ponendo grande attenzione sia alla fase di concessione dei prestiti che al loro successivo monitoraggio.

Oltre a notare che queste *Guidelines* sono in realtà molto prescrittive (“*rule-based*”) rispetto ai normali *standard* delle *Guidelines* EBA, quel che qui interessa sottolineare è l'introduzione dei fattori ESG all'interno delle politiche creditizie, sviluppata poi lungo tutto il processo, ossia dalla valutazione del rischio alle politiche creditizie e poi ancora alle politiche commerciali, alla concessione del credito e quindi alla gestione e monitoraggio: dunque lungo tutto il processo di valutazione e gestione del credito⁵⁵.

All'interno del paragrafo 4.3 (Politiche procedure relative al rischio di credito), in particolare al paragrafo 4.3.5, vengono quindi citati i fattori ESG partendo da questa premessa: “Gli enti dovrebbero incorporare i fattori ESG e i rischi ad essi associati nella loro propensione al rischio di credito, nelle politiche di gestione dei rischi e

[omissis] 3. [omissis] Le istituzioni dell'Unione applicano il principio di sussidiarietà conformemente al protocollo sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità. I parlamenti nazionali vigilano sul rispetto del principio di sussidiarietà secondo la procedura prevista in detto protocollo. 4. In virtù del principio di proporzionalità, il contenuto e la forma dell'azione dell'Unione si limitano a quanto necessario per il conseguimento degli obiettivi dei trattati. Le istituzioni dell'Unione applicano il principio di proporzionalità conformemente al protocollo sull'applicazione dei principi di sussidiarietà e di proporzionalità.

⁵⁵ Le *Guidelines on Loan Origination and Monitoring* sono state in realtà predisposte al fine di: (i) garantire che gli enti dispongano di standard prudenziali per la concessione di nuovi crediti; (ii) impedire che i crediti in bonis di nuova concessione diventino in futuro *Non Performing* e (iii) contribuire alla stabilità finanziaria complessiva del settore bancario.

nelle politiche e procedure relative al rischio di credito, adottando un approccio olistico”.

La normativa bancaria, dunque, arriva ai fattori ESG attraverso gli orientamenti dell'EBA, inserendo d'imperio all'interno del processo del credito e della valutazione del merito creditizio i rischi di sostenibilità.

Vediamo però qui subito i limiti di questa normativa, perché nello stesso paragrafo dedicato ai “Fattori ESG” (e dunque in teoria a tutti e tre gli aspetti della sostenibilità: ambientale, sociale e di governo) si legge che: “Gli enti dovrebbero tenere conto dei rischi associati ai fattori ESG per le condizioni finanziarie dei mutuatari, e in particolare del potenziale impatto dei *fattori ambientali e del cambiamento climatico*, nella loro propensione al rischio di credito e nelle politiche e procedure ad esso relative. I *rischi del cambiamento climatico* per le *performance* finanziarie dei clienti possono materializzarsi principalmente sotto forma di rischi fisici, come quelli che derivano dagli effetti tangibili del cambiamento climatico, compresi i rischi di responsabilità civile per aver contribuito al cambiamento climatico stesso, o i rischi di transizione, ad esempio quelli che derivano dalla transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio e resistente ai cambiamenti climatici. Inoltre, possono verificarsi altri rischi, quali cambiamenti delle preferenze del mercato e dei consumatori e rischi legali, che potrebbero influire sull'andamento delle attività sottostanti.”

Lo stesso paragrafo poi analizza il prestito sostenibile dal punto di vista ambientale (4.3.6) affermando che: “Gli enti che emettono o prevedono di emettere linee di credito sostenibili dal punto di vista ambientale dovrebbero indicare, nell'ambito delle loro politiche e procedure relative al rischio di credito, i dettagli specifici delle loro politiche e procedure di prestito sostenibile dal punto di vista ambientale, con riferimento alla concessione e al monitoraggio di tali linee di credito”; e, ancora, laddove nei paragrafi 5.2.5 e 5.2.6 relativi ai Prestiti a microimprese e piccole imprese e poi alle Medie e grandi imprese afferma che: “Gli enti dovrebbero valutare l'esposizione del cliente ai fattori ESG, *in particolare ai fattori ambientali* e all'impatto

sul cambiamento climatico, e l'adeguatezza delle strategie di mitigazione, come specificate dal cliente”.

In conclusione, se è vero che gli obiettivi dell'Agenda 2030 ed i cosiddetti Fattori ESG sono entrati anche nel mondo delle banche attraverso queste *Guidelines* EBA, è altresì vero che la declinazione delle stesse, di fatto, punta solo e soltanto sui rischi climatici e ambientali tralasciando aspetti, anch'essi fondamentali, come il rispetto dei *diritti umani* in tutta la filiera produttiva o l'utilizzo di una *better governance* intesa non solo come insieme di regole di organizzazione degli organi sociali, ma anche come attenzione ad una gestione “giornaliera” dell'impresa che sia etica e sostenibile: insomma, non va analizzato solo *cosa* fa l'impresa ma anche *come* lo fa⁵⁶.

6. Il “Conto di base” ex art. 126-noviesdecies TUB

Analizzato dunque il fenomeno dei soggetti con ridotte capacità cognitive e del loro rapporto con le banche e avendo, in rapida sintesi, esposto i principi e le regole della finanza sostenibile e dei *Principi ESG* come enucleati all'interno della recente normativa bancaria europea (con tutti i limiti suesposti), è il momento qui di analizzare uno specifico

⁵⁶ Così U. BIGGERI sul sito internet: <https://www.bancaetica.it/blog/lue-punta-sulla-finanza-sostenibile>, il quale ha affermato: “*Ma le esperienze di questi anni, laddove molti ottimi propositi normativi si sono spesso tradotti in regole mal scritte a volte con effetti opposti a quelli auspicati, impongono cautela: è d'obbligo porre grande attenzione a come verranno declinate le singole attività relative a ciascun obiettivo*”; nello stesso verso ma con un'accentuata critica agli incentivi, cfr. *Finance Watch, A green supporting factor would weaken banks and do little for the environment*, 1° febbraio 2018, reperibile all'indirizzo: <http://finance-watch.org/hot-topics/blog/1506-green-supporting-factor>; ancora A. BARANES e E. TRAMONTO, *Investimenti sostenibili, per Bruxelles sono solo green*, 12 giugno 2018, reperibile sul sito internet: <https://valori.it/investimenti-sostenibili-per-bruxelles-sono-solo-green/>. Si esprime sul rapporto tra la normativa ESG e le banche, P. ANGELINI, *I rischi finanziari posti dai cambiamenti climatici: carenze informative e piani di transizione*, Intervento all'Associazione nazionale per lo studio dei problemi del credito Milano, 15 novembre 2022, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2022/ANGELINI-15-novembre-2022.pdf>.

strumento a disposizione delle banche italiane che, forse, interpretato alla luce dei *Principi ESG* sopra esposti, può essere il grimaldello attraverso il quale dare una soluzione ai problemi esposti in premessa.

In attuazione della direttiva 2014/92/UE (cosiddetta “PAD”, *Payment Accounts Directive*) sulla “comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base”, nonché in linea con le politiche europee di riduzione dell'uso del contante ai fini di una riduzione dei costi per la pubblica amministrazione e per agevolare la lotta all'evasione fiscale, con il decreto legislativo 15 marzo 2017, n. 37, sono stati introdotti all'interno del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo Unico Bancario - TUB), gli artt. 126-*decies* e ss. facenti parti del Capo II-ter “Disposizioni particolari relative ai conti di pagamento”⁵⁷.

⁵⁷ Sul tema, V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della ricchezza*, in *Banca, Borsa Titoli di Credito*, 2014, 56; l'Autore ricorda come, con riguardo al conto di base, si è assistito ad un lungo processo evolutivo partito dal conto corrente semplice, il quale prevedeva che il canone annuo onnicomprensivo e il tasso di interesse creditore fossero affidati alla libera determinazione del prestatore di servizi di pagamento. Sulla direttiva 2014/92 ed il relativo decreto legislativo attuativo n. 37/2017; S. MEZZACAPPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento” alla luce dell'armonizzazione attuata con la payment accounts directive*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2017, 787; A. M. PANCALLO, *I diritti degli esclusi: il ruolo della finanza nel processo di inclusione sociale*, in *Riv. dir. bancario*, 2023, 419; F. GIGLIOTTI, *Obbligo a contrarre e limiti al (diritto di) recesso nel “rapporto di conto corrente” bancario. A proposito di una recente proposta normativa*, in *Riv. dir. bancario*, 2021, I, in part. p. 260 ss.

Come noto il legislatore del '42, non definì il conto corrente bancario ed è dunque sorto il problema del suo inquadramento: alcuni, infatti, lo hanno inquadrato come un'operazione o un servizio (G. MOLLE, *Contratti bancari*, in *Trattato Cicu-Messineo*, XXV, 1, Milano, 1973, 397 lo definiva come un servizio di cassa in connessione con l'esecuzione di incarico e di operazioni che importavano un movimento di fondi da eseguire materialmente), altri lo considerano un appalto di servizi (V. SANTORO, *Il conto corrente bancario*, in *Comm. Schlesinger*, Milano, 1992, 38 e ss.), ovvero un'operazione risultante della combinazione di due negozi funzionalmente collegati ma strutturalmente autonomi (G. FERRI, *Conto corrente di corrispondenza*, in *Enc. dir.*, IX, Milano, 1961, 667 ss). Altro aspetto assai controverso è stata la qualificazione del contratto, ossia si è cercato di capire se fosse un contratto tipico o un contratto atipico; sul punto, A. CALTABIANO, *Il conto corrente*

Con il decreto legislativo 37/2017, come implementato dal D.M. 3 maggio, 2018, n. 70, è stato dunque introdotto nel nostro ordinamento l'obbligo per le "banche, la società Poste italiane S.p.a. e gli altri prestatori di servizi di pagamento abilitati ad offrire servizi a valere su un conto di pagamento [...] un conto di pagamento denominato in euro con caratteristiche di base, «conto di base»"⁵⁸.

Viene dunque imposto ai prestatori di servizi di pagamento l'obbligo di avere tra i loro prodotti, e di conseguenza di offrirlo a chi ne faccia richiesta, anche il «conto di base» che abbia alcune caratteristiche⁵⁹.

Le caratteristiche di base consistono nell'includere, a fronte di un canone annuale onnicomprensivo, un numero di operazioni annue (definito dalla legge) effettuabili senza addebito di ulteriori spese.

Individuati, con il decreto attuativo, i profili di clientela ai quali il conto di base è destinato, un numero di operazioni sufficiente a coprire l'uso personale da parte del consumatore e le operazioni e i servizi inclusi nel conto di base (con espressa esclusione di aperture di credito e sconfinamenti), il TUB si premura di affermare che: "il titolare del conto di base può eseguire le operazioni avvalendosi, senza maggiori costi, dei *canali telematici* disponibili presso il prestatore di servizi di pagamento per i conti analoghi"⁶⁰.

bancario, Padova, 1967, p. 117 e U. SALANITRO, *Conto corrente bancario*, in *Digesto comm.*, Torino, 1989, 10 secondo il quale la tipicità del contratto bancario deriva dall'essere individuato e regolato nella sezione codicistica che regola le operazioni bancarie in conto corrente.

Per una visione d'insieme del contratto di conto corrente, M. PORZIO, *Il conto corrente bancario*, in AA.VV., *I contratti delle banche*, Torino, 2002, 129 s. e M. DE POLI, *I contratti bancari*, in G. Amadio e F. Macario (a cura di), *Diritto Civile*, II, Bologna 2014, 281 che parla di tipicità sociale del conto corrente bancario.

⁵⁸ Così l'art. 126-*noviesdecies*, TUB.

⁵⁹ Come è noto un tema assai discusso è quello del "diritto al credito"; sul punto cfr. F. SARTORI, *Deviazioni Del bancario e di dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. Civ.*, 3, 2015, 569; l'autore in particolare chiarisce che poiché la discrezionalità del banchiere nella scelta se concedere il credito o meno è assai limitata, si può concludere che esiste un "diritto al credito meritevole". Proprio la normativa sul conto di base e dunque il 126-*noviesdecies* TUB, secondo l'Autore, può offrire validi spunti all'interprete chiamato a valutare la legittimità della pretesa dell'imprenditore ad ottenere o mantenere un rapporto di conto corrente.

⁶⁰ Così l'art. 126-*vicies semel*, TUB.

Fin qui, dunque, si tratta di un obbligo per gli istituti bancari di mettere a disposizione della clientela uno speciale conto corrente che di fatto è limitato nell'operatività ma è avvantaggiato da un punto di vista economico in quanto prevede solo un canone annuale onnicomprensivo.

Ancora più interessante ai nostri fini è però l'art. 126-vicies quater del TUB, rubricato "Conti di base per particolari categorie di consumatori", attraverso il quale il legislatore obbliga gli istituti finanziari ad offrire il conto di base completamente senza spese a determinate "fasce di clientela socialmente svantaggiate e ai titolari di trattamenti pensionistici".

Il D.M. 70/2018 ha poi individuato le fasce di clientela svantaggiate e titolari di trattamenti pensionistici utilizzando a tal uopo un parametro meramente economico, ossia richiamando per i primi un ISEE in corso di validità inferiore ad euro 11.600,00 e per i secondi un importo lordo annuo della pensione di euro 18.000,00⁶¹.

Come si vede, tutta la normativa è improntata a favorire i soggetti meno abbienti, facilitandoli nell'uso di mezzi di pagamento tracciabili (perché una delle motivazioni se non la principale era questa) attraverso un conto di base che sia per i più bisognosi addirittura gratuito⁶²; il legislatore si premura di specificare che, qualora il titolare del conto voglia avvalersi di canali telematici, questi non debbano avere dei costi aggiuntivi, ma al contempo dimentica di prevedere che quelli servizi di

⁶¹ Gli artt. 4 e 5 del D.M. 70/2018 individuano i parametri economici per definire la "clientela svantaggiata" e i "titolari di trattamenti pensionistici" che hanno diritto al conto di base gratuito, nonché i loro specifici obblighi tra i quali, a titolo esemplificativo, quello di effettuare una comunicazione annuale entro il 31 maggio dell'importo pensionistico ricevuto. È fatta poi salva la possibilità di addebitare le spese per le operazioni aggiuntive o in numero superiore, nel rispetto dei criteri di ragionevolezza e coerenza, con finalità di inclusione finanziaria di cui all'articolo 3 (che richiama a sua volta il canone annuale onnicomprensivo).

⁶² Sul rapporto di conto corrente e l'obbligo a contrarre imposto agli istituti finanziari, cfr. F. GIGLIOTTI, *Obbligo a contrarre e limiti a (diritto di) recesso nel "rapporto di conto corrente" bancario. A proposito di una recente proposta normativa*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2021, 247. Sui contratti bancari, non si può non citare B. LIBONATI, *Contratto bancario e attività bancaria*, Milano, 1965 che considerava il conto corrente bancario come contratto "di servizio" necessario a regolare i rapporti di debito-credito tra la banca e i clienti.

pagamento e quei canali telematici debbano essere accessibili al titolare del conto.

Lo stesso decreto ministeriale, però, nell'indicare la possibilità per gli istituti di pagamento di prevedere addebiti ulteriori per le operazioni non comprese o eccedenti il limite previsto, richiama espressamente il “rispetto dei criteri di ragionevolezza e coerenza con finalità di *inclusione finanziaria*” previsti dal medesimo atto⁶³.

L'inclusione finanziaria è quindi espressamente prevista nel testo del decreto anche se viene declinata solo e soltanto da un punto di vista economico, mentre più opportuno sarebbe stato allargarne il senso includendo anche coloro che, seppur inizialmente presenti nel “mondo finanziario”, ne sono stati, loro malgrado, successivamente esclusi⁶⁴.

⁶³ Il tema dell'inclusione finanziaria è poi legato a quello, espressamente disciplinato dall'art. 126-vicies sexies, dell'*educazione finanziaria*. Il TUB dunque prevede che “*La Banca d'Italia promuove iniziative dirette a fornire ai consumatori, e in particolare a quelli individuati ai sensi dell'articolo 126-vicies quater, informazioni chiare e comprensibili sul conto di base, sulle relative condizioni generali di prezzo, sulle procedure per accedervi e sulle possibilità di ricorso a procedure alternative di risoluzione delle controversie*”. Ma ancora più interessante ai nostri fini, ossia in merito alla sostenibilità applicata all'attività bancaria, è il secondo comma laddove si afferma che: “*La Banca d'Italia può promuovere la redazione di codici di condotta per l'offerta indipendente di iniziative di educazione finanziaria da parte degli intermediari, finalizzate a favorire l'orientamento della clientela e l'assistenza per la gestione responsabile delle finanze personali*”.

⁶⁴ Per un approfondimento sul tema dell'inclusione finanziaria, V. MELI, *Il conto corrente di base*, op. cit., il quale, sul conto di base, conclude affermando che meglio sarebbe stato concepire una qualche forma di incentivo, quanto meno per premiare l'offerta, ma, prima ancora, la diffusione delle informazioni sui conti di base, ovvero intervenire con qualche forma di “buono”, da consegnare ai soggetti individuati come svantaggiati, perché fosse speso per l'accensione di un conto di base. Ancora, N. BOCCELLA - I. SALERNO, *Il microcredito. Soggetti non bancabili. Inclusione finanziaria e sociale*, Roma, 2019; G. CORRADO, *L'esclusione finanziaria*, Torino, 2012. E si veda pure il volume *Inclusione finanziaria: le iniziative del G20 e il ruolo della Banca d'Italia*, edito a cura della Banca d'Italia, Roma, 2011; interessante, ma per certi versi paradossale a tal proposito, l'affermazione secondo la quale i “*servizi di pagamento innovativi migliorano l'inclusione finanziaria*”. Un esame comparatistico essenziale del tema offre P. RIGHETTI, *Dalla bancarizzazione all'inclusione finanziaria: il paradosso della modernizzazione dei mercati e le iniziative di contrasto all'esclusione*, in *Etica e finanza*, in S. SIGNORI - G. RUSCONI - M. DORIGATTI (a cura di), Milano, 2005, 99 ss. V., inoltre, il volume edito dall'A.B.I., *Banche e inclusione finanziaria*, Roma, 2009.

Eppure, la direttiva faceva riferimento ad una “economia moderna e più inclusiva” e alle “esigenze dei consumatori più vulnerabili”; ancora, al 3° considerando, affermava che: “Il corretto funzionamento del mercato interno e lo sviluppo di un’economia moderna e socialmente inclusiva dipende sempre più dalla prestazione universale di servizi di pagamento. La nuova legislazione in materia deve rientrare nell’ambito di una strategia economica intelligente per l’Unione, che deve efficacemente tenere conto delle esigenze dei consumatori più vulnerabili⁶⁵”.

Dunque la normativa europea parlava di “consumatori più vulnerabili”, non parlava soltanto di soggetti meno abbienti e, proprio per far sì che l’Europa arrivi a costruire “un’economia moderna e socialmente inclusiva” – per riprendere le parole della direttiva PAD – è non è pensabile che vengano esclusi dai servizi bancari i soggetti con ridotte capacità cognitive.

7. Conclusioni: il “conto di base” come possibile strumento per banche socialmente sostenibili

Come abbiamo visto in apertura, l’attività bancaria ha subito nell’ultimo decennio una profonda trasformazione e ciò sia in relazione alla organizzazione interna sia in relazione al rapporto con la propria clientela. I *software* gestionali hanno man mano permeando tutte le funzioni aziendali tanto che la stessa normativa di vigilanza (la Circolare 285/2013) ha disciplinato appositamente il “sistema informativo” e il “rischio informatico (o ICT)” affidando ad esempio all’organo con funzioni di supervisione strategica il compito di

⁶⁵ Cfr. S. MEZZACAPO, *La nuova disciplina nazionale dei “conti di pagamento”*, op. cit., il quale espressamente nota che, se è vero che la direttiva mirava all’armonizzazione delle condizioni di mercato e quindi a sviluppare la concorrenza, va altresì rimarcato che, oltre a tali profili strettamente pro-concorrenziali e di efficiente funzionamento del “mercato interno”, la direttiva PAD sottolinea l’importanza di obiettivi *lato sensu* “sociali”, rafforzata dall’indicazione secondo cui gli Stati Membri dovrebbero “*promuovere misure a sostegno dell’educazione [finanziaria] dei consumatori più vulnerabili*” e la “*fornitura congiuntamente ai conti di base di servizi indipendenti di educazione finanziaria*” (considerando n. 49 PAD). Sul rapporto tra sistemi di pagamento e concorrenza, M. LIBERTINI, *Regolazione e concorrenza nei servizi di pagamento*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2012, 611-638.

approvare le strategie di sviluppo del sistema informativo e il modello di riferimento per l'architettura del sistema informativo.

Questa informatizzazione dell'attività bancaria ha innanzitutto riguardato i processi interni della banca (dal processo del credito al sistema dei controlli) ma ha poi riguardato anche i rapporti con la clientela spostando sempre di più la relazione con il depositante *on line*, intermediata da un sito *internet* o una "app" che permette agli utenti dei servizi bancari di svolgere in autonomia le operazioni che prima faceva allo sportello.

Questo ha innanzitutto comportato, complici anche i processi di concentrazione societaria avvenuti, una riduzione negli ultimi 10 anni di più del 30 per cento degli sportelli presenti sul territorio italiano, ma soprattutto, per quel che qui interessa, la necessità per chiunque abbia un conto in banca di avere confidenza e capacità di gestire un *computer* o uno *smartphone* per poter essere "riconosciuti" dalla banca/sportello *on line* o poter operare sul proprio conto (con i meccanismi che oramai ben conosciamo di *password* da modificare periodicamente, di combinazioni tra *password* e OTP-*One Time Password* generate da *token* o da "app" dedicate, ecc.) facendo sì che coloro che, a causa delle ridotte capacità cognitive prodotte ad esempio dall'età, non siano riusciti ad adattarsi a queste modalità, sono oramai impossibilitati ad esercitare i propri diritti provenienti dal contratto bancario da loro a suo tempo sottoscritto e quindi impediti ad operare sul proprio conto corrente.

Negli stessi anni, però, un lungo processo di analisi e presa di coscienza delle conseguenze dei cambiamenti climatici si è chiuso con un documento delle Nazioni Unite che pone degli obiettivi di sostenibilità a tutti gli Stati e che – con riferimento al tema qui trattato – ha affermato: "Le persone più deboli devono essere supportate. Tutti coloro che si trovano in una situazione di maggior bisogno vengono inclusi nell'Agenda: si tratta di bambini, giovani, persone diversamente abili [...], persone affette da HIV/AIDS, *anziani*, popolazioni indigene, rifugiati, sfollati e migranti" (n.23 delle dichiarazioni introduttive dell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile del 2015). Accanto al tema ambientale viene dunque posta l'attenzione ai temi della

Governance delle società e dell'economia in generale e al tema *Social*, ossia l'attenzione alle persone e all'impatto non economico che ha un'azione economica (come abbiamo visto anche la categoria degli "anziani").

Infatti, all'interno dell'Obiettivo 8 dell'Agenda 2030 "Incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile, un'occupazione piena e produttiva ed un lavoro dignitoso per tutti" si legge, al punto 8.10: "Rafforzare la capacità degli *istituti finanziari* interni per incoraggiare e aumentare l'utilizzo di servizi bancari, assicurativi e finanziari *per tutti*".

Con riferimento alle banche, questo processo di adattamento all'Agenda 2030 delle Nazioni Unite, è passato prima attraverso la normazione della cd "finanza sostenibile", in particolare col Regolamento SFDR (*Sustainable Finance Disclosure Regulation*, Regolamento (UE) 2019/2088) e quindi con le Linee Guide EBA, *Guidelines on Loan Origination and Monitoring*, che obbligano le banche a valutare il c.d. "Rischio ESG" nelle proprie politiche di credito e dunque, a cascata, ad richiedere i dati ESG ai propri clienti e potenziali affidati, così mettendo in moto il meccanismo virtuoso, per tutti gli operatori di mercato, di valutare il proprio impatto ambientale, sociale e di governo.

Le conclusioni che vorremmo cercare di tirare a questo punto, al fine di coniugare l'innovazione che ha investito le banche con la sostenibilità "sociale" dettata dall'Agenda 2030, è la necessità di rileggere gli artt. 126-*noviesdecies* e segg. TUB in un'ottica diversa, non più solo quale strumento di inclusione finanziaria per i meno abbienti, ma altresì quale conto dedicato anche ai soggetti con minori capacità cognitive e agli anziani (quindi ugualmente uno strumento di inclusione finanziaria ma anche sociale).

La normativa sul Conto di base va infatti ora letta alla luce dei Principi ESG come declinati per l'attività bancaria dagli Orientamenti EBA (che riguardano in particolar modo i rischi di sostenibilità ambientale all'interno del processo del credito e dell'analisi del merito creditizio), dal Regolamento SFDR che nel definire «investimento sostenibile» (art. 2, lett. 17) cita gli investimenti "in *capitale umano* o

in comunità economicamente o socialmente svantaggiate” e, ancor prima, dalla PAD (*Payment Accounts Directive*), Direttiva 2014/92/UE che, come abbiamo visto, parla di “consumatori più vulnerabili” e di una “economia moderna e socialmente inclusiva”⁶⁶.

Il Conto di Base deve dunque avere caratteristiche tali da renderlo accessibile e utilizzabile anche a tutti coloro (già clienti o meno) che abbiano capacità cognitive inferiori alla media, agli anziani: in questo senso le banche dovranno prevedere sistemi differenziati di accesso a questo tipo di conto, ad esempio utilizzando modelli di riconoscimento

⁶⁶ Ci porterebbe assai fuori tema un’analisi di dettaglio, ma non possiamo non notare come, alle stesse conclusioni sopra descritte, si arriva anche seguendo l’approccio alle discipline privatistiche portato avanti dagli studi dell’economia comportamentale, ossia la “Behavioural Law and Economics”: cfr. A. ZOPPINI, *Contratto ed economia comportamentale*, (voce) *Enc. Dir.* Sul tema inoltre: *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato* a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, Roma-Tre Press, 2014, e *I fondamenti cognitivi del diritto. Percezioni, rappresentazioni, comportamenti* a cura di R. Caterina, Milano, Mondadori, 2008; nella letteratura gius-economica si veda *Behavioral Law and Economics* a cura di C. R. SUNSTEIN, Cambridge, Cambridge University Press, 2000, e *The Law and Economics of Irrational Behavior* a cura di F. Parisi e V. L. Smith, Stanford, Stanford University Press, 2005). Se infatti si assume che il nuovo paradigma da utilizzare non è più l’*homo oeconomicus*, anche detto *econs* perfettamente razionale (J. S. MILL, *Principles of Political Economy*, 1848), ma l’*homo sapiens*, quello reale, con i suoi limiti, ancor più delle norme che abbiamo analizzato sul conto di base, bisogna tener conto del soggetto che si ha di fronte, dei suoi limiti e quindi della necessità di adattare quei prodotti ed anche che l’offerta da presentare sia parametrata alle esigenze e alla capacità di tali soggetti. Per completezza, con riferimento all’economia comportamentale, si ricorda che i fondatori del c.d. “*behavioral law and economics movement*” sono considerati C. R. SUNSTEIN (Harvard Law School), R. H. THALER (Chicago) and C. JOLLS (Yale), i quali, nel loro *A behavioral Approach to Law and Economics*, apparso nel 1998 e reperibile al seguente indirizzo: http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/236.pdf, diedero avvio a tale approccio agli studi di economia. Per una lettura divulgativa di tale approccio, cfr. R. H. THALER e C. R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decision About Health, Wealth, And Happiness*, Yale University Press, 2008, ora anche nella versione italiana, *La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni sul denaro, salute e felicità*, Milano, 2014; sempre sul tema R. H. THALER, *Misbehaving. The making of Behavioral Economics*, 2015.

e autenticazione ad immissione vocale (c.d. impronta vocale⁶⁷) o in generale sistemi di riconoscimento biometrico o, ancora, prevedere per questo conto un rafforzamento dell'assistenza telefonica.

Così interpretato e implementato, il Conto di base potrebbe dunque essere lo strumento attraverso il quale l'innovazione viene coniugata alla sostenibilità nell'attività bancaria.

⁶⁷ Affrontano, ad esempio, da ultimo, il tema da un punto di vista delle tecnologie utilizzabili, S. PONTESILLI e M. R. VECCHIATO Vecchiato, *Biometrica Vocale - Servizi bancari online, come garantire un accesso "anti-digital divide": le tecnologie utili*, rinvenibile su <https://www.agendadigitale.eu/cultura-digitale/servizi-bancari-online-come-garantire-un-accesso-anti-digital-divide-le-tecnologie-utili/>, 18 gennaio 2022.

La nozione di consumatore medio tra uniformità e adattabilità: riflessioni sulla sentenza *Compass* (C-646/22)

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. Le diverse declinazioni dello standard: linguistica, tecnica, giuridica – 3. Standard e standardizzazione: distinzione concettuale – 4. Gli standard nel diritto europeo: un laboratorio multilingue e multilivello – 5. La definizione di una nozione flessibile ma uniforme; 6. Standard ‘non statistico’ o ‘non statico’? – 7. Brevi riflessioni conclusive

1. Introduzione

La sentenza C-646/22 (*Compass*)¹ offre l’occasione per riflettere su una nozione centrale nella costruzione del diritto dell’Unione europea il ‘consumatore medio’. Un concetto trasversale, presente in diverse branche del diritto privato, trovando applicazioni significative anche nel diritto bancario e assicurativo, in particolare nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette e nella tutela del contraente debole². L’interesse per la pronuncia non risiede soltanto nel merito delle questioni affrontate, ma nella prospettiva definitoria che essa sollecita: il *consumatore medio* emerge come standard giuridico, la cui funzione appare essere anche quella di mediazione tra esigenze di uniformità e inevitabili diversità linguistico-culturali, proprie dell’ordinamento europeo.

Nonostante la rilevanza e la natura intrinseca al vivere umano del consumo, la dimensione del consumatore è entrata con ritardo nel linguaggio dei giuristi. Uno dei principali impulsi all’introduzione e

¹ Sentenza della Corte (Quinta Sezione) del 14 novembre 2024. *Compass Banca SpA contro Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM)*. Causa C-646/22. ECLI:EU:C:2024:957.

² Sebbene tradizionalmente inquadrata nell’ambito privatistico è stato notato che la nozione ha generato riflessioni anche nel diritto pubblico. Si veda a tal proposito, ad esempio, l’attenta analisi di Andrea Magliari dell’ordinanza n.8650/2022 con cui il Consiglio di Stato ha adito la Corte di Giustizia dell’UE chiedendo chiarimenti sulla nozione di ‘consumatore medio’. A. MAGLIARI, *Consumatore medio, razionalità limitata e regolazione del mercato*, in *Rivista della Regolazione e dei mercati*, Fascicolo 2, 2023, pp.374-398. Tra gli altri si veda anche: F. MEZZANOTTE, *Ne’ Homo Oeconomicus ne’ Homer Simpson: il «consumatore medio» nella direttiva sulle pratiche commerciali sleali*, NGCC 2/2025, pp. 374-389.

approfondimento del diritto dei consumatori senza dubbio va collocato negli anni '70 attraverso il diritto comunitario (oggi *unitario*) che persegue un intento armonizzatore³. Il problema della definizione giuridica di consumatore assume grande rilievo poiché, come è stato osservato, la protezione di tale soggetto implica variazioni al paradigma classico del contratto. Si pensi, ad esempio, alle questioni relative alla forma scritta protettiva o alla nullità parziale⁴. La questione definitoria è, inoltre, strettamente collegata a questioni economico-societarie, in quanto la figura del consumatore emerge gradualmente nelle società ricche e con il progredire del cd. “capitalismo avanzato”⁵.

Come ricorda Sacco, «non possiamo rallegrarci della molteplicità e variabilità di significato dei vocaboli giuridici». Se da un lato tale variabilità consente la traduzione e l'adattamento, dall'altro il diritto in quanto scienza necessita di chiarezza e precisione⁶. Una delle strategie possibili per ovviare o cercare di limitare l'ambiguità è l'adozione di standard, che rappresentano uno strumento intermedio tra rigidità e flessibilità, capace di favorire la comunicazione e l'interpretazione condivisa tra diversi contesti linguistici e normativi.

Il termine *standard*⁷ assume significati diversi a seconda del contesto. Si parla di standard linguistici (varietà codificate di lingua), tecnici (protocolli o norme industriali), giuridici (principi generali o regole flessibili) o sociali (consuetudini e valori condivisi)⁸. In tutti i

³ G. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Laterza, Bari, 2002, pp.3 e 8-9.

⁴ F. BARTOLINI, *Il “consumatore medio” in crisi di identità Commento alla Corte di Giustizia Europea, 14 novembre 2024, causa C-646/22*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, Note - Fascicolo 2/2025, pp. 93-104.

Per una ricostruzione storica del diritto dei consumatori si veda G. ALPA, *Il diritto dei consumatori*, Bari, 2002.

⁵ G. ALPA, *op. cit.*, p. 4.

⁶ R. SACCO, *Lingua e diritto*, in *Ars Interpretandi*, 2000, p.130, disponibile online: https://www.arsinterpretandi.it/wp-content/uploads/2000/att_sacco.pdf.

⁷ Dall'inglese *standard* <stā'ndəd>, derivato dal francese antico *estendart*, “stendardo”, cfr. la voce del vocabolario Treccani disponibile online: <https://www.treccani.it/vocabolario/standard/>

⁸ Accanto allo standard, si ritiene opportuno delineare brevemente fin da subito il concetto di standardizzazione, che verrà ripreso, cioè il processo dinamico attraverso cui tali standard vengono elaborati, negoziati, adottati e diffusi. Mentre lo standard rappresenta il prodotto finale, la standardizzazione ne evidenzia la dimensione dinamica, mostrando come la condivisione e la stabilizzazione dei criteri sia sempre il risultato di negoziazioni e pratiche concrete.

casi, lo standard adempie funzioni essenziali: garantisce certezza, coordinamento e interoperabilità tra individui, comunità o sistemi. Esso opera come un riferimento condiviso, volto a facilitare la comunicazione, la collaborazione e il confronto, nonché a fornire una base comune di intesa e riducendo il rischio di fraintendimenti interpretativi. In questo senso, lo standard del consumatore medio – anche chiamato parametro⁹ - ha assunto nel tempo sempre più rilevanza ed è stato accolto dal legislatore europeo a seguito di alcune pronunce dei giudici della Corte di giustizia dell'Unione europea e dei giudici nazionali¹⁰.

In questo quadro, il presente contributo propone una lettura del caso *Compass* che mette in luce il legame tra vaghezza del linguaggio definitorio e funzione degli standard nella costruzione di un diritto uniforme ma adattabile. L'analisi si articolerà in tre momenti: dapprima si esaminerà il concetto di standard e il processo di standardizzazione nella prospettiva linguistica e giuridica (2-3); quindi si passerà alla ricostruzione della vicenda oggetto della sentenza e alla questione definitoria del *consumatore medio* (4-6); infine, si offriranno alcune riflessioni conclusive sul ruolo degli standard linguistici e giuridici nella governance normativa europea.

2. Le diverse declinazioni dello standard: linguistica, tecnica, giuridica

Sul piano linguistico, lo standard rappresenta una varietà codificata di lingua, che può essere funzionale alla comunicazione ufficiale e istituzionale. La sua imposizione riflette dinamiche di legittimazione e potere, poiché definisce ciò che è ritenuto “corretto” o “neutro” in un determinato spazio linguistico¹¹. In altri termini, la lingua standard nasce da un processo di selezione, codificazione e diffusione che

⁹ G. ALPA, p. 63

¹⁰ A. BARENGHI, *Diritto dei consumatori, seconda edizione*, Milano, 2020, p. 208.

¹¹ Cfr. Enciclopedia Treccani, *Standard*, disponibile online: [https://www.treccani.it/enciclopedia/italiano-standard_\(Enciclopedia-dell'Italiano\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/italiano-standard_(Enciclopedia-dell'Italiano)/). Per un approfondimento si veda tra gli altri: W. AYRES-BENNETT, J. BELLAMY (eds.), *The Cambridge Handbook of Language Standardization*, Cambridge, 2021; A. CURZAN, R. M. QUEEN, K. VANEYK, R. E. WEISSLER, “Language Standardization & Linguistic Subordination”, *Daedalus* (2023), 152 (3): 18–35; VAN LEEUWEN B., *European standardisation of services and its impact on private law : paradoxes of convergence*, Oxford, 2017.

privilegia certe varietà rispetto ad altre, imponendo un modello unitario di comunicazione e contribuendo a costruire identità collettive.

In ambito tecnico, lo standard ha un valore operativo: stabilisce parametri misurabili per garantire interoperabilità, sicurezza e qualità dei servizi e dei prodotti. Tali parametri costituiscono ad esempio il presupposto per la circolazione di beni e servizi¹² e per la compatibilità tra sistemi tecnologici e produttivi. Si può affermare che la funzione dello standard tecnico è dunque quella di assicurare che determinati processi o prodotti rispettino criteri comuni, riconosciuti e condivisi a livello nazionale o internazionale.

Nel diritto, infine, lo standard non prescrive comportamenti determinati, come accade con le *rules*, ma orienta l'interpretazione e la valutazione, fungendo da punto di equilibrio tra certezza e adattabilità¹³. Sul piano teorico, la distinzione tra *rules* e *standards* ha

¹² Tra gli altri si veda: VAN LEEUWEN B., *European standardisation of services and its impact on private law: paradoxes of convergence*, Oxford, 2017. Gli standard sono oggi onnipresenti in molti settori dell'industria moderna e rappresentano uno dei principali motori del processo di globalizzazione, poiché, stabilendo caratteristiche uniformi di prodotti, processi o sistemi, ne consentono la circolazione oltre i confini nazionali, ampliandone mercati e applicazioni. Come è stato osservato, la loro influenza sulla vita quotidiana è spesso sottovalutata: oltre a garantire requisiti specifici di sicurezza o funzionalità, molti standard assicurano interoperabilità, con evidenti vantaggi sia per le imprese sia per i consumatori. Tra gli altri si veda gli autori ricordati: M. GRANIERI, *Attività di standardizzazione, diritti di proprietà intellettuale e antitrust*, in *Dir. ind.*, 2004, 142; V. TORTI, *Intellectual Property Rights and Competition in Standard Setting: Objectives and Tensions*, London, 2016; D. TELYAS, *The Interface between Competition law, Patents and Technical Standards*, The Netherlands, 2014, 3. Sull'importanza degli standard di interoperabilità nei moderni mercati tecnologici si veda N. KROES, *Being Open about Standards*, Speech at *OpenForum Europe*, Bruxelles – 10 giugno 2008.

¹³ Ad esempio, si veda D. KENNEDY, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, in *Harvard Law Review*, vol. 89 (June 1976), pp. 1685-1778, secondo cui la scelta tra regole (*rules*) e standard di differenti gradi di generalità è significativa a prescindere dalle questioni sostanziali cui rispondono. Al polo opposto di una regola formalmente realizzabile, lo standard costituisce un principio o una linea politica per l'azione: riguarda valori sostanziali dell'ordinamento (buona fede, ragionevolezza, equità, cura dovuta) e richiede che il giudice scopra i fatti concreti e li valuti in termini di tali scopi o valori sociali. Traduzione in italiano di A. Carrino: ID, *Forma e sostanza nella giurisdizione di diritto privato*, Napoli, 1992, pp. 7-9, disponibile online: <https://duncankennedy.net/wp-content/uploads/2024/01/forma-e-sostanza-nella-giurisdizione-di-diritto-privato.pdf>.

alimentato un dibattito centrale nella filosofia del diritto e della dottrina giuridica. Tradizionalmente si distingue tra *rules* e *standards*: le prime prescrivono comportamenti dettagliati, mentre i secondi fissano criteri più generali, la cui applicazione dipende dal contesto. Stéphane Rials ha sottolineato che «lo standard non è la regola; lo standard è nella regola», mettendo in luce la natura specifica di questa forma di normatività. Lo standard non si contrappone alla regola, ma ne è una tecnica di formulazione¹⁴. Jerzy Wroblewski ha mostrato come il concetto di standard giuridico assuma significati differenti nei testi legislativi, nella giurisprudenza e nei contributi della scienza giuridica, rivelandone la polisemanticità e la flessibilità applicativa¹⁵. Lo standard, in altri termini, può riferirsi tanto a principi generali incorporati nelle norme legali, quanto a specifiche tecniche sviluppate da organismi di standardizzazione¹⁶, mostrando così una capacità di adattamento che ne giustifica la centralità nella teoria e nella pratica giuridica contemporanea.

Ad esempio, uno standard tecnico definisce l'insieme delle caratteristiche a cui un prodotto deve conformarsi per poter circolare su un determinato mercato. La sua origine può essere di tipo privatistico, quando viene elaborato da associazioni o consorzi rappresentativi degli interessi dei soggetti coinvolti, oppure di tipo pubblicistico, se lo standard viene adottato sul piano normativo, nazionale o internazionale. In ambito europeo, ad esempio, vi è una stretta cooperazione tra gli enti di standardizzazione principali¹⁷ e la Commissione europea, le cui

¹⁴ S. RIALS, *Le juge administratif français et la technique du standard. (Essai sur le traitement juridictionnel de l'idée de normalité)*, Paris, 1980.

¹⁵ J. WROBLEWSKI, *Les standards juridiques: problèmes théoriques de la législation et de l'application du droit*, in *Revue de la recherche juridique - Droit prospectif*, 1988, n° 4, p. 848.

¹⁶ A. VOLPATO, *The Legal Effects of harmonised standards in EU law: From hard to soft law, and back?*, in P. L. LANCOS, ET AL, (eds.), *The Legal Effects of EU Soft Law - Theory, Language and Sectoral Insights*, Cheltenham, 2023; M. DULONG DE ROSNAY, *Les golems du numérique - Droit d'auteur et Lex Electronica*, Paris 2016, disponibile online: <https://0-books-openedition-org.catalogue.libraries.london.ac.uk/pressesmines/2043> ; G. M. MARENGHI, *Standard e regolazione condivisa*, Torino, 2018.

¹⁷ *Comité européen de normalisation (CEN), Comité européen de normalisation électrotechnique (CENELEC), European Telecommunications Standards Institute (ETSI)*.

direttive recepiscono sostanzialmente i risultati dell'elaborazione tecnica condotta dagli enti stessi. In questo caso si parla di standard “di diritto” o normativo, poiché la sua osservanza è formalmente vincolante.¹⁸

Tuttavia, non sempre la vincolatività giuridica coincide con la forza effettiva dello standard. Ad esempio, può accadere che una specifica tecnica si imponga sul mercato prima ancora di ricevere un riconoscimento normativo. Questo avviene indipendentemente dai meriti tecnologici effettivi o da altre circostanze, ma in virtù della sua diffusione e dell'adozione da parte degli operatori economici. Lo standard che si afferma in questo modo viene definito “di fatto”, poiché, pur non essendo formalmente codificato, diventa il riferimento pratico a cui le imprese devono uniformarsi per competere sul mercato.¹⁹

3. *Standard e standardizzazione: distinzione concettuale*

Per comprendere pienamente la portata del concetto è necessario distinguere in modo esplicito tra *standard* e *standardizzazione*. Lo *standard* rappresenta il risultato, cioè un modello o criterio condiviso che offre un punto di riferimento comune: può trattarsi di un principio giuridico, di una regola tecnica, di una varietà linguistica codificata. La *standardizzazione*, invece, indica il processo dinamico attraverso cui tali standard vengono elaborati, negoziati, adottati e diffusi.²⁰

¹⁸ G. CAVANI, *Standard tecnici “normativi” e disciplina della concorrenza*, disponibile online: <https://archivioceradi.luiss.it/documenti/archivioceradi/osservatori/intellettuale/wp2001/Cavani.pdf>.

¹⁹ Idem.

²⁰ Una definizione di *standard* e *standardizzazione*, di trova anche in ISO, *ISO/IEC Guide 2: Standardization and standard*, disponibile su <https://www.iso.org/standard/39976.html>:

1 Standardization

1.1 standardization

activity of establishing, with regard to actual or potential problems, provisions for common and repeated use, aimed at the achievement of the optimum degree of order in a given context

Note 1 to entry: In particular, the activity consists of the processes of formulating, issuing and implementing standards.

In altri termini, lo standard corrisponde all'esito, la standardizzazione al processo: l'uno definisce ciò che è conforme, l'altra ciò che rende conforme. Pertanto, se il primo ha un carattere statico (il prodotto finale), la seconda esprime la dimensione storica e istituzionale, ossia l'insieme delle pratiche che portano alla creazione e alla stabilizzazione di quello standard.

Se osservato dal punto di vista della linguistica, la standardizzazione può essere definita come l'imposizione di una norma *sovradialettale* su una comunità linguistica, e come la diffusione di un registro particolare che, grazie ai legami con lo Stato e con l'istruzione, finisce per essere percepito come la forma più legittima della lingua. In sociolinguistica, la standardizzazione viene studiata lungo tre principali assi: tecnico, politico-ideologico e storico²¹.

In ambito giuridico ciò significa distinguere tra lo standard come concetto normativo (ad esempio la *ragionevolezza*²²) e la standardizzazione come attività di armonizzazione terminologica e concettuale condotta dalle istituzioni, come accade, ad esempio, nell'Unione europea.²³ In questo senso, il linguaggio giuridico mostra una dinamica simile a quella della lingua standard²⁴: norme e criteri

Note 2 to entry: Important benefits of standardization are improvement of the suitability of products, processes and services for their intended purposes, prevention of barriers to trade and facilitation of technological cooperation. ...

3.2 standard

document, established by consensus and approved by a recognized body, that provides, for common and repeated use, rules, guidelines or characteristics for activities or their results, aimed at the achievement of the optimum degree of order in a given context

Note 1 to entry: Standards should be based on the consolidated results of science, technology and experience, and aimed at the promotion of optimum community benefits.

²¹ J. COSTA, *Standardisation*, in *Langage & Société* numéro hors-série – 2021.

²² Ad esempio, si veda sul punto, S. PATTI, *Ragionevolezza e clausole generali*, 2. ed., Milano: Giuffrè, 2016.

²³ <https://www.iso.org/standard/39976.html>.

²⁴ La definizione del concetto di *lingua standard* è oggetto di dibattito tra i linguisti. Un esempio significativo è rappresentato dal progetto SLICE (*Standard Language Ideology in Contemporary Europe*), che si proponeva di indagare i contesti nei quali l'etichetta di "standard" può essere applicata — con sfumature diverse a seconda degli ambienti sociolinguistici — e di verificare se il concetto assuma connotazioni e implicazioni differenti nei vari Paesi e comunità europee (incluse le comunità regionali oltre agli Stati nazionali),

vengono codificati, negoziati e stabilizzati per cercare di garantire chiarezza, coerenza e legittimità.

4. *Gli standard nel diritto europeo: un laboratorio multilingue e multilivello*

Il diritto europeo rappresenta oggi un laboratorio privilegiato per osservare il funzionamento degli standard in un contesto multilingue e multilivello.

Come è stato osservato, «*la juridicisation croissante de la technicité se traduit par l'apparition d'une normativité de plus en plus variable à travers un développement tous azimuts des standards internationaux*»²⁵.

La definizione stessa di standard, nozione centrale, fluttuante e polimorfa²⁶, è tuttora oggetto di vivace dibattito dottrinale. Ogni tentativo di definirlo si scontra con un ostacolo significativo, ossia l'assenza di uniformità, che riflette la varietà dei contesti in cui gli standard vengono applicati e la diversità delle funzioni che essi

<https://lanchart.hum.ku.dk/research/slice/> ; K. TORE, N. COUPLAND (eds.). 2011. *Standard Languages and Language Standards in a Changing Europe*, Oslo, p. 27: « In Europe, the development of standard languages played a most important role in the building of nation states. The construction – through *selection, codification, elaboration* and *implementation* (Haugen 1966) – of one language variety as the 'best language' turned all other varieties into 'bad language'. However, for historical reasons – to do with power relationships of various kinds both externally between states and inter-nally between social classes – there are great differences to be found in the development and outcome of the language standardisation processes across Europe. If we conceptualize this as a continuum, we will at the one end find countries like Denmark, Iceland, Great Britain and France with strict and strong 'standard languages' (at least in terms of ideology; the degree of implementation/acceptance in terms of usage varies more). At the other end, it is an open issue whether Norway can be said to have a 'standard language' at all. In between, countries like Sweden, Finland, and Germany feature more or less strong standard languages»

²⁵ O. AWALOU, *Standard et standardisation : la normativité variable en droit international*, in *Revue Québécoise de droit international*, volume 26-1, 2013, pp. 155-186, p. 156. «La crescente giuridicizzazione della tecnica si traduce nella comparsa di una normatività sempre più variabile attraverso uno sviluppo a tutto campo degli standard internazionali».

²⁶ Ibidem, p. 156. «La définition du standard, notion fluctuante et polymorphe, suscite une controverse au sein de la doctrine».

svolgono, dalla regolazione dei prodotti e servizi all'interoperabilità e alla coerenza normativa²⁷.

Questa esigenza di chiarezza assume un rilievo particolare nel contesto dell'Unione europea, caratterizzato dalla coesistenza di ventiquattro lingue ufficiali e di una pluralità di tradizioni giuridiche. Ogni termine normativo deve essere tradotto, armonizzato e reso operativo in più sistemi linguistici e culturali, con il conseguente rischio di divergenze interpretative. In tale scenario, gli standard svolgono una funzione decisiva: vengono adottati non solo al fine di ridurre l'ambiguità, ma contribuiscono a fissare un vocabolario comune, volto a garantire coerenza normativa e facilitare il dialogo tra legislatori, giudici e operatori del diritto nei diversi Stati membri – ma anche con i vari attori sociali ed economici.

La sfida del multilinguismo europeo non è che una manifestazione contemporanea di un problema antico: quando comunità diverse entrano in contatto, la creazione di standard condivisi diventa necessaria per assicurare comunicazione e cooperazione²⁸. Fin dall'antichità, l'amministrazione di territori vasti, il commercio e la comunicazione interculturale hanno richiesto criteri comuni. Superati i confini territoriali, la negoziazione di standard diventa essenziale per facilitare il contatto tra comunità diverse. Un esempio emblematico è il linguaggio: nelle situazioni di contatto interculturale, l'emergere di una lingua franca illustra il tentativo di stabilire standard comuni di comunicazione, spesso influenzati dalla comunità più potente²⁹. Questa dinamica antica e universale si riflette ancora oggi nell'adozione di standard tecnici, tassonomie e linee guida in molteplici settori a livello nazionale e sovranazionale, ad esempio, il linguaggio giuridico europeo oggi cerca di stabilire standard comuni di comunicazione normativa, influenzati dalle istituzioni più potenti e dalle pratiche negoziali tra Stati membri.

Nel contesto del linguaggio giuridico europeo, uno degli strumenti a disposizione degli esperti coinvolti nella redazione, dei testi legislativi

²⁷ Ibidem, p. 156.

²⁸ Come ricorda anche Marengi la nascita della nozione giuridica di standard va ricercata nell'esperienza francese e in quella americana tra la fine dell'Ottocento e i primi anni del Novecento. G. M. MARENGHI, *op. cit.*

²⁹ R. WENZLHUEMER, *The History of Standardisation in Europe*, in *European History Online (EGO)*, 2010.

dell'Unione europea è la “Guida pratica congiunta del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione”³⁰, pensata per supportare chi partecipa alla redazione della legislazione all'interno delle istituzioni comunitarie. La Guida sottolinea l'importanza di garantire, tanto, la coerenza interna dei testi – lo stesso termine deve essere utilizzato per esprimere lo stesso concetto all'interno di un documento, evitando ambiguità, contraddizioni o dubbi interpretativi – quanto assicurare la coerenza rispetto alla legislazione esistente, verificando la corrispondenza con la terminologia già adottata negli atti vigenti e utilizzando termini definiti in maniera standardizzata (principio 6 della Guida)³¹. Tuttavia, come è stato evidenziato, il processo di traduzione dei testi legislativi comporta ulteriori sfide linguistiche: questioni terminologiche, fraseologiche, sintattiche e semantiche si combinano con la complessità intrinseca del linguaggio tecnico³². Il linguaggio giuridico risulta particolarmente difficile da standardizzare non solo sul piano linguistico, ma anche sul piano concettuale, poiché il diritto non dispone di standard globali³³. Ad esempio, a livello pratico, le normative europee vengono applicate direttamente dagli Stati membri nella loro lingua ufficiale. Ciò comporta problemi derivanti dalle differenze tra le varie versioni linguistiche e dalla loro interpretazione, come ribadito dalla Corte di giustizia dell'Unione europea, indipendentemente dalle leggi interne degli Stati membri.³⁴

Emerge la dimensione giuridico-linguistica: lo “standard” come criterio normativo e la “standardizzazione” come processo redazionale

³⁰ Guida pratica comune del Parlamento europeo, del Consiglio e della Commissione per la redazione dei testi legislativi dell'Unione europea, <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/3879747d-7a3c-411b-a3a0-55c14e2ba732>

³¹ M. FONT I MAS, *European Legal Language and the Rules of Private International Law: Practical legal-linguistic problems*, in *Revista de Llengua i Dret, Journal of Language and Law*, issue 68, 2017, p. 19-32.

³² Sul linguaggio giuridico si veda, tra gli altri: J. WROBLEWSKI, *Les langages juridiques: une typologie*, in *Droit et société*, n°8, 1988, Dossier: Le discours juridique. Langage, signification et valeurs. pp. 13-27. R. SACCO, *Lingua e diritto*, in: *Ars interpretandi*, 5, 2000, pp. 117-134.

³³ E. MACIAS OTON, *Los problemas conceptuales y socioculturales de la traducción jurídica (inglés/francés-español)*, in *Revista de Llengua i Dret*, núm. 63, 2015, p. 49-62.

³⁴ M. FONT I MAS, *op. cit.*

e traduttivo. La tensione tra il carattere dinamico della standardizzazione e l'esigenza di uniformità emerge in modo emblematico proprio nella nozione di "consumatore medio", come mostra la recente giurisprudenza della Corte.

5. *La definizione di una nozione flessibile ma uniforme*

La sentenza *Compass* trae origine da una vicenda bancaria relativa alla vendita abbinata di finanziamenti e polizze assicurative non obbligatorie, potenzialmente idonea a influenzare la libertà di scelta dei clienti. Dopo l'intervento dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato e il successivo contenzioso dinanzi al TAR Lazio e al Consiglio di Stato, la Corte di giustizia è stata investita di diverse questioni pregiudiziali³⁵, con la prima è stata chiamata a chiarire il significato della nozione di "consumatore medio" ai sensi della direttiva 2005/29/CE sulle pratiche commerciali sleali.³⁶

Tra il 2015 e il 2018 un istituto di credito aveva offerto ai propri clienti finanziamenti abbinati a polizze assicurative non strettamente necessarie alla copertura dei rischi connessi al rimborso del prestito. Sebbene tali polizze non fossero formalmente obbligatorie, la loro presentazione congiunta al contratto di finanziamento poteva indurre i consumatori a ritenere che la sottoscrizione fosse condizione per ottenere il credito. Tale modalità di offerta, riconducibile alla tecnica del *framing*³⁷ (la presentazione di un'informazione in modo da orientare la percezione e la decisione del destinatario) è stata oggetto di istruttoria da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), che ne ha valutato la compatibilità con la direttiva sulle pratiche commerciali sleali. Ritenendo la condotta idonea a configurare una pratica aggressiva, l'Autorità ha irrogato una sanzione

³⁵ Ex articolo 267 TFUE.

³⁶ G. MATTARELLA, *Polizze Abbinate a finanziamenti, Consumatore Medio e pratiche commerciali scorrette*, in *GIURETA*, Vol. XXII 2024, pp. 995-1010.

³⁷ Secondo Francesca Bartolini, le scienze economiche, psicologiche e sociologiche confluiscono nella *Behavioral Economics* (cfr. J.F. TOMER, *Behavioral Economics*, Cheltenham-Northampton, 2017, citato da Bartolini). Per una rassegna recente dei fattori che influenzano il comportamento del consumatore, raggruppati nelle dimensioni psicologica, sociale, culturale ed economica, cfr. N. SHAW, *A Study of the Factors Influencing Consumer Behaviour*, in *Global Research Journal of Social Sciences and Management*, 2024, pp. 48 ss., sempre citato da Bartolini.

amministrativa, confermata dal TAR Lazio. In sede d'appello, il Consiglio di Stato ha sospeso il giudizio e sottoposto alla Corte di giustizia dell'Unione europea cinque questioni pregiudiziali sull'interpretazione della direttiva³⁸.

Di particolare rilievo, ai fini del presente contributo, è la prima, relativa alla nozione di “consumatore medio”³⁹ e alla possibilità di tener conto, nella sua definizione, dei limiti cognitivi e comportamentali evidenziati dalla teoria della razionalità limitata⁴⁰. Il giudice del rinvio chiede se la direttiva 2005/29 imponga agli organi giurisdizionali e alle autorità nazionali di utilizzare la nozione di «consumatore medio» come parametro per valutare quanto sia ‘sleale’ una pratica commerciale in applicazione della direttiva. Il giudice si chiede altresì se, accanto alla “nozione classica” di *homo oeconomicus*, possano trovare spazio teorie alternative – come quella della «razionalità limitata» – al fine di garantire una tutela più effettiva al consumatore⁴¹.

Il punto centrale è la natura dello standard: il considerando 18 della direttiva definisce il consumatore medio come la persona “normalmente informata e ragionevolmente attent[a] ed avvedut[a]”, tenuto conto dei fattori sociali, culturali e linguistici. Sebbene funga da

³⁸ L'avvocato generale Nicholas Emiliou nelle sue Conclusioni evidenzia che il caso di specie offre alla Corte anche l'opportunità di chiarire le condizioni alle quali una pratica commerciale di cross-selling può essere considerata «aggressiva» e, quindi, «sleale», ai sensi della direttiva 2005/29. Il caso di specie offre alla Corte l'opportunità di chiarire le condizioni alle quali una pratica commerciale di cross-selling può essere considerata «aggressiva» e, quindi, «sleale», ai sensi della direttiva 2005/29, para 5.

³⁹ Come è stato osservato da Enrico Camilleri, “*il Consiglio di Stato non ha sottoposto a rinvio pregiudiziale la questione se con specifico riguardo al perimetro finanziario sia consentito al giudice deflettere dal paradigma del soggetto razionale, bensì chiesto se la nozione di consumatore medio debba o meno tout court “essere formulata con riferimento alla miglior scienza ed esperienza”*”. E. CAMILLERI, *Pratiche commerciali scorrette, safety net e nuove vulnerabilità: prospettive e limiti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1/2024, p. 223.

Cfr. Cons. Stato, ord. 10 ottobre 2022, n. 8650, par. 32 A.

⁴⁰ Le ulteriori questioni riguardavano: (i) se una pratica commerciale possa essere considerata aggressiva già in ragione della modalità di presentazione dell'offerta; (ii) se l'Autorità nazionale possa vietare vendite abbinate potenzialmente condizionanti, imponendo un periodo di riflessione; (iii) e infine, se porre a carico dell'intermediario l'onere di provare la non aggressività della pratica violi il principio di proporzionalità e il divieto di misure più restrittive previsto dalla direttiva

⁴¹ AG Conclusioni para 31.

«misura di tutte le cose» e permei gran parte del diritto europeo dei consumatori, tale formula è deliberatamente vaga e rimessa alla valutazione dei giudici (per quanto ne sia stata anche sostenuta la chiarezza⁴²), i quali devono determinare la “reazione tipica” del consumatore nel caso concreto, alla luce della giurisprudenza europea⁴³. Come già accennato, la giurisprudenza della Corte di giustizia dell’Unione europea, che mira a condensare le caratteristiche medie dei consumatori come classe è quindi responsabile dell’elaborazione e della concretizzazione di questa nozione⁴⁴.

È a questo modello di consumatore, efficacemente eletto a «medium argomentativo», che si riferisce la disciplina sulle pratiche commerciali scorrette e dalla cui esatta individuazione dipende il livello di diligenza richiesto al professionista e, in ultima istanza, il giudizio sulla correttezza della pratica commerciale. Per di più, la sua vocazione concettuale ad applicazione generale attesta e reclama l’urgenza della sua esatta confinazione. Ma quella di consumatore medio è nozione relativa e non assoluta: dal modello occorre attingere il criterio di giudizio sia per la pratica commerciale rivolta indistintamente a tutti i consumatori sia per quella che riguarda un gruppo specifico di consumatori. Inoltre, quando tra i destinatari sia possibile individuare chiaramente un gruppo di consumatori particolarmente vulnerabili – «a motivo della loro infermità mentale o fisica, della loro età o ingenuità» – nella misura ragionevolmente prevedibile dal professionista, il modello di consumatore medio andrà estrapolato da tale gruppo⁴⁵.

In questo senso, la nozione di consumatore medio non è un dato empirico, bensì una costruzione giuridica, una *fictio juris*, una finzione giuridica – come ricordato anche dall’Avvocato Generale Medina nelle

⁴² F. BARTOLINI evidenzia che la formula “è la «persona fisica che» ...” è immutata negli anni, p. 96.

⁴³ M. RABITTI, F. BASSAN, *Il consumatore: responsabile, attivo partecipativo*, RomaTrePress, 2024, p. 11. Inoltre, L’avvocato generale ricorda che è il considerando 18 stesso che rimette all’evoluzione della giurisprudenza della Corte la nozione di consumatore medio. Conclusioni para 39.

⁴⁴ M. RABITTI, F. BASSAN, *Il consumatore: responsabile, attivo partecipativo*, Roma, 2024, p. 11.

⁴⁵ R. SENIGAGLIA, *Consumatore, vulnerabilità e principio di trasparenza tra razionalità e bias cognitivi*, in *Nuova giur. comm.*, 2024, 2024, p. 1523.

conclusioni della causa Caixabank⁴⁶ – che consente di valutare il carattere ingannevole o aggressivo di una pratica commerciale⁴⁷. Come osservato dalla dottrina, lo standard opera come un criterio di imputazione della tutela, che attribuisce rilievo non alla media aritmetica dei comportamenti reali, ma alla rappresentazione normativa del cittadino-consumatore dell'Unione⁴⁸.

La Corte, nelle sue precedenti pronunce, aveva già sottolineato che il consumatore medio è un soggetto che, pur informato, può essere indotto in errore⁴⁹. La nozione è sufficientemente flessibile da consentire di considerarlo, in talune situazioni, come un individuo con «razionalità limitata» che agisce senza ottenere tutte le informazioni rilevanti o è incapace di elaborarle in modo razionale.

L'apparente neutralità della definizione nasconde una tensione strutturale tra uniformità e contestualizzazione⁵⁰. Da un lato, la Commissione e la Corte mirano a garantire un parametro uniforme applicabile in tutti gli Stati membri; dall'altro, il considerando 18 ammette che tale parametro debba tener conto dei fattori sociali, culturali e linguistici, introducendo così una variabilità potenzialmente ampia.

Proprio la sentenza *Compass*, unitamente alle conclusioni dell'Avvocato Generale Emiliou, fornisce un esempio concreto di come la Corte gestisca questa tensione. L'Avvocato Generale ha sottolineato che il consumatore medio non può essere assimilato a un soggetto perfettamente razionale (*homo oeconomicus*), ma rappresenta una figura normativa “realisticamente razionale”, che tiene conto della

⁴⁶ La cui finalità è di «ridurre a denominatore comune una realtà molto variegata», Conclusioni dell'avvocato generale Medina nella causa Caixabank e a. (Controllo di trasparenza nell'azione collettiva) (C-450/22), para. 46.

⁴⁷ AG Emiliou.

⁴⁸ E. CAMILLERI, *Pratiche commerciali scorrette, safety net e nuove vulnerabilità: prospettive e limiti*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 1/2024, p. 223.

⁴⁹ Para 54 della sentenza: «Inoltre, la Corte ha già rilevato che un consumatore medio può essere indotto in errore e che, di conseguenza, non possa effettuare le sue scelte commerciali né in modo consapevole né in modo efficiente (v., in tal senso, sentenza del 19 dicembre 2013, Trento Sviluppo e Centrale Adriatica, C-281/12, EU:C:2013:859, punti 34 e 38)».

⁵⁰ R. SENIGAGLIA, *Consumatore, vulnerabilità e principio di trasparenza tra razionalità e bias cognitivi*, in *Nuova giur. comm.*, 2024, 1522 ss.

limitatezza cognitiva e delle influenze contestuali⁵¹. In accordo a tale impostazione, accolta dalla Corte, la nozione di consumatore medio diviene così uno standard dinamico, capace di riflettere i risultati delle scienze comportamentali e di adattarsi alle concrete modalità di offerta dei prodotti bancari e finanziari. La Corte riconosce, in particolare, che pratiche come la presentazione contestuale di prodotti diversi – quando incidono sulla percezione della libertà contrattuale – possono alterare in modo significativo la capacità decisionale del consumatore, anche se formalmente informato.

La sentenza *Compass* mostra, quindi, come questa tensione venga gestita attraverso l'adozione di uno standard flessibile: un punto di riferimento comune ma non statico, capace di riflettere l'evoluzione delle pratiche di consumo, delle modalità di comunicazione e dei comportamenti cognitivi. È proprio questa "plasticità" a rendere il concetto operativo in un ordinamento multilingue e multilivello come quello europeo.

Da un punto di vista teorico, ciò conferma la funzione mediatrice degli standard giuridici tra certezza e adattabilità, già messa in luce dalla teoria generale del diritto. Lo standard non impone una condotta determinata, ma fornisce una cornice valutativa dentro la quale il giudice può misurare la correttezza o l'ingannevolezza di un comportamento.

6. *Standard 'non statistico' o 'non statico'?*

Un ultimo aspetto della sentenza che merita attenzione si trova in una sfumatura di significato di alcune versioni linguistiche. In particolare, se si legge il punto 50 della sentenza si noterà che nella versione inglese, così come in quella tedesca, la Corte specifica che il concetto «is not statistical»/«nicht auf einer statistischen Grundlage», evidentemente richiamando la formulazione del considerando 18, mentre nella versione francese e italiana si legge «n'est pas statique»/«non è statica»⁵². Come è noto, le sentenze della Corte

⁵¹ Para 38.

⁵² «50 | In addition, although recital 18 of that directive defines the concept of 'average consumer', it also follows from that recital that that concept is not statistical and that the national courts and authorities have to exercise their own faculty of

vengono redatte in francese e la versione autentica è quella della lingua processuale, in questo caso l'italiano. Tuttavia, tale discrepanza terminologica nelle versioni linguistiche prese in considerazione— *non statistico* vs *non statico* — induce a qualche riflessione e solleva questioni interpretative.

Questa divergenza non è neutra: mentre 'non statistico' delimita il campo epistemico (lo standard non si fonda su dati empirici o sulla media aritmetica dei comportamenti), 'non statico' definisce la dimensione temporale e interpretativa dello standard, evidenziandone la capacità di evolversi insieme anche al contesto economico e sociale. Entrambe le accezioni incidono sul modo in cui la Corte costruisce la prevedibilità del diritto, e più in generale sulla funzione eurounitaria degli standard giuridici.

È dubbio che tale divergenza rifletta un'intenzione consapevole della Corte⁵³ o rispecchi le conclusioni dell'Avvocato Generale Emiliou, il quale sottolinea la natura "non statistica" dello standard di consumatore

judgment, having regard to the case-law of the Court, to determine the typical reaction of the average consumer in a given case.

50 | Inoltre, sebbene il considerando 18 di tale direttiva precisi la nozione di «consumatore medio», da tale considerando risulta altresì che tale nozione non è statica e che gli organi giurisdizionali e le autorità nazionali devono esercitare la loro facoltà di giudizio tenendo conto della giurisprudenza della Corte, per determinare la reazione tipica del consumatore medio nella fattispecie.

50 | Zudem ergibt sich aus dem 18. Erwägungsgrund der Richtlinie, obgleich darin der Begriff „Durchschnittsverbraucher“ definiert wird, ebenfalls, dass dieser Begriff nicht auf einer statistischen Grundlage beruht und die nationalen Gerichte und Verwaltungsbehörden sich bei der Beurteilung der Frage, wie der Durchschnittsverbraucher in einem gegebenen Fall typischerweise reagieren würde, auf ihre eigene Urteilsfähigkeit unter Berücksichtigung der Rechtsprechung des Gerichtshofs verlassen müssen.

50 | En outre, si le considérant 18 de cette directive précise la notion de « consommateur moyen », il résulte également de ce considérant que cette notion n'est pas statique et que les juridictions et les autorités nationales doivent s'en remettre à leur propre faculté de jugement, en tenant compte de la jurisprudence de la Cour, pour déterminer la réaction typique du consommateur moyen dans un cas donné.»

⁵³ Che dichiara che "la nozione di «consumatore medio», ai sensi di tale direttiva, deve essere definita con riferimento a un consumatore normalmente informato nonché ragionevolmente attento ed avveduto. Una siffatta definizione non esclude tuttavia che la capacità decisionale di un individuo possa essere falsata da limitazioni, quali distorsioni cognitive".

medio⁵⁴. Tuttavia, anche se probabilmente frutto di una traduzione non perfettamente allineata, la variazione linguistica consente di cogliere due dimensioni complementari dello standard: da un lato, la sua indipendenza da criteri quantitativi o descrittivi; dall'altro, la sua capacità di evolversi in funzione del mutamento sociale e interpretativo.

Pertanto, in questa prospettiva, andando al di là della variazione lessicale, l'ambivalenza terminologica — pur forse involontaria — diventa rivelatrice della duplice natura dello standard europeo del consumatore medio: costruzione giuridica astratta e, al tempo stesso, parametro dinamico, aperto all'adattamento e alla contestualizzazione. Tale ambivalenza linguistica riflette, più in generale, la tensione costitutiva del diritto dell'Unione tra uniformità e pluralità, tra esigenza di prevedibilità e sensibilità alle diversità linguistiche e culturali che attraversano lo spazio giuridico europeo. volontaria o involontaria che sia, essa rivela due dimensioni complementari dello standard giuridico.

7. Brevi riflessioni conclusive

La nozione di consumatore medio, nella sua apparente semplicità, esprime una tensione costante tra astrazione e realtà. Essa funge da standard giuridico flessibile, capace di garantire uniformità applicativa nell'Unione, ma al tempo stesso di adattarsi alle specificità dei mercati e dei comportamenti. La scelta della Corte di giustizia di definirlo come concetto “non statistico” (o “non statico”) evidenzia proprio questa doppia funzione: fornire un criterio unitario di valutazione delle pratiche commerciali, ma anche riconoscere la variabilità dei contesti e dei limiti cognitivi dei consumatori.

⁵⁴ Para 49: «ritengo che il «consumatore medio» che la direttiva 2005/29 richiede agli organi giurisdizionali e alle autorità nazionali di usare come «parametro di riferimento» non sia necessariamente un individuo razionale che si attiva per ottenere le informazioni rilevanti, elabora razionalmente le informazioni a lui presentate ed è pertanto in grado di adottare decisioni consapevoli. Benché, in talune situazioni, il «consumatore medio» possa essere un individuo siffatto, la nozione è sufficientemente flessibile da consentire di considerarlo, in altre situazioni, come una persona dotata di «razionalità limitata», che agisce senza ottenere tutte le informazioni rilevanti o che è incapace di elaborare le informazioni che le vengono fornite in maniera razionale (comprese le informazioni che le vengono presentate dal professionista).»

In ambito bancario e finanziario, dove la complessità dei prodotti e l'asimmetria informativa sono strutturali, la qualificazione del consumatore medio assume un rilievo operativo decisivo. Essa incide, infatti, sul perimetro della trasparenza informativa, sulla valutazione della correttezza delle pratiche commerciali e sull'interpretazione del principio di proporzionalità nella vigilanza comportamentale. La stessa disciplina europea dei servizi finanziari, pur muovendosi nel solco della direttiva sulle pratiche sleali, tende oggi a una visione più "realistica" del cliente retail, integrando i risultati delle scienze comportamentali per tenere conto delle distorsioni cognitive che possono influenzarne le scelte.

La sentenza *Compass* conferma così la natura dinamica dello standard: il consumatore medio non rappresenta un individuo ideale, ma un costrutto normativo evolutivo, suscettibile di ridefinizione in base alle evidenze empiriche. Nel contesto del diritto bancario, ciò significa riconoscere che la tutela del consumatore non si esaurisce nella mera informazione, ma richiede un equilibrio tra libertà contrattuale e protezione sostanziale, fondato su un linguaggio giuridico capace di tradurre in regola l'esperienza concreta dei mercati.

In ultima analisi, la vicenda *Compass* invita a considerare lo standard come strumento di dialogo tra linguaggi — tecnico, economico e giuridico — e tra livelli — nazionale, sovranazionale e settoriale. Nel diritto dell'Unione, dove ogni norma è il prodotto di negoziazione linguistica e culturale, la capacità di mantenere standard coerenti ma adattabili può diventare la condizione stessa dell'effettività del diritto.

From disruption to design: regulating financial intermediation in the digital age

SOMMARIO: 1. Technological and regulatory shifts in digital finance – 1.1 Research Objectives and Research Questions – 1.2 Literature Review – 2. Charting the fintech paradigm shift: from legacy trust to algorithmic accountability – 2.1 Reframing Intermediation: Beyond the Disintermediation–Reintermediation Dichotomy – 2.2 Digital Disruptors and the Erosion of Traditional Financial Intermediation Theories – 2.3 Catalysts of Change: Blockchain, AI, and the Reconfiguration of Financial Networks – 2.4 Legal Pillars on Shifting Sands: Trust, Fiduciary Duty, and Accountability in the Digital Era – 2.5 Regulatory Evolution Amidst Technological Turbulence: Comparative Perspectives and Doctrinal Responses – 2.6 Algorithmic Credit and the Persistence of Bias: Legal Challenges in AI-Driven Finance – 2.7 Regulation Code, Contracts, and Compliance: DAOs and the Emergence of Embedded Regulation – 2.8 Towards Adaptive Legal Architectures: Integrating Function Based Oversight in FinTech – 3. The digital economy and market reconfiguration: disintermediation versus reintermediation – 3.1 Structural Drivers of Digital Market Evolution – 3.2 Disintermediation and the Unbundling of Traditional Finance – 3.3 Reintermediation and the Rise of Digital Gatekeepers – 3.4 Regulatory Adaptation and Systemic Resilience in the Digital Era – 4. Reimagining financial oversight: algorithmic intermediaries, DAO, and smart contract governance – 4.1 Algorithmic Credit Scoring: Data, Bias, and Inclusion – 4.2 DAOs, AI Credit Scoring, and Systemic Risk Transmission Channels – 4.3 Smart Contracts and Autonomous Governance: Legal Personhood and Responsibility – 4.4 Embedded Regulation: Technology as Regulator – 4.5 Systemic Risk and Quantum Threats: Adaptive Oversight for Hybrid Systems – 5. Regulating innovation: MiCA, PSD2, and the FCA sandbox in digital finance – 5.1 Effectiveness and Flexibility in Governing Financial Innovation – 5.2 Legal and Jurisdictional Challenges in DeFi and Tokenized Systems – 5.3 AI Credit Scoring: Inclusion and Discrimination Risks – 5.4 Global Context and Harmonization Prospects – 6. Navigating innovation and systemic stability: embedded regulation and supervisory technologies – 6.1 Embedded Regulation: SupTech and RegTech in Proactive Oversight – 6.2 Harmonization Challenges and Adaptive Frameworks for Cross-Border Risks – 7. Policy frameworks for inclusive and adaptive financial innovation – 7.1 Embedding Technology and Supervisory Tools for Adaptive Governance – 7.2 Concluding Reflections: Towards Inclusive, Resilient, and Cooperative Financial Regulation.

1. Technological and regulatory shifts in digital finance

The financial sector has undergone a profound transformation since the early 21st century, driven by Financial Technology (FinTech)

innovations like mobile banking, blockchain, and artificial intelligence (AI), fundamentally reshaping market structures¹. These technologies have spurred disintermediation, bypassing traditional intermediaries like banks through mechanisms such as peer to peer lending and securitization, for borrowers and investors alike². This shift has democratized finance, reducing reliance on centralized institutions and lowering transaction costs evidenced by modern platforms like LendingClub, which facilitated over \$50 billion in loans by 2023, cutting intermediary fees by up to 30% in some segments. Simultaneously, reintermediation has emerged with new digital actors, such as crypto exchanges and decentralized autonomous organizations (DAOs), redefining trust and operational models through smart contracts and distributed ledger technologies³. For instance, platforms like Uniswap have processed trillions in trading volume, introducing automated market makers that replace traditional brokers while fostering novel risks in liquidity and governance. This dual dynamic of disintermediation and reintermediation, exemplified by challenges like AI-driven credit scoring biases and DAO governance liabilities, illustrates the evolving interplay of efficiency, inclusivity, and stability in digital finance. These issues which highlight the complexities of function-based regulation and embedded oversight will be explored as case studies in subsequent chapters to demonstrate their critical role in advancing regulatory models that reconcile these dynamics.

Regulatory responses have evolved globally to address these shifts. The European Union's Markets in Crypto-assets Regulation (MiCA, 2023/1114), effective from 2024, establishes a comprehensive framework for crypto-assets to address compliance challenges from unregistered securities enforcement. National authorities will issue the first licenses by mid-2025, with full implementation reports

¹ *FinTech: The History and Future of Financial Technology* (The Payments Association, 15 September 2025) <https://thepaymentsassociation.org/article/FinTech-the-history-and-future-of-financial-technology/> accessed 1 September 2025.

² *Securitization of Commercial Loans* (Chicago Fed Letter, January 1991) <https://www.chicagofed.org/publications/chicago-fed-letter/1991/january-41> accessed 2 September 2025.

³ *DAO 3.0: Ultimate Legal Structuring for DAOs in 2025 and Beyond* (Aurum Legal, February 2025) <https://aurum.law/newsroom/DAO-3-0-ultimate-dao-legal-structuring-in-2025-and-beyond> accessed 4 September 2025.

highlighting harmonized supervision across member states⁴. Similarly, the Payment Services Directive (PSD2, 2015/2366) has driven open banking and strong customer authentication, though its interplay with MiCA creates dual authorization challenges for e-money tokens⁵ prompting PSD3 reforms that were approved by the EU Council in June 2025, introducing stricter fraud prevention and instant payment mandates effective from October 2025 for eurozone payment service providers⁶. Anti-money laundering rules under AMLD IV and the 6th AML Directive further impose stringent compliance on FinTech and crypto platforms⁷. In the UK, the Financial Conduct Authority's Consumer Duty effective since 2023, and the June 2025 Supercharged Sandbox launched in partnership with Nvidia to enable AI-driven testing leverage algorithmic tools to foster innovation while addressing risks, with firms beginning live experiments in October 2025 to simulate regulatory scenarios⁸. Globally, Wyoming's 2024 Decentralized Unincorporated Nonprofit Association (DUNA) laws, effective July 2024, and Switzerland's DLT Act fully operational since 2021, complements this by facilitating DLT based securities issuance. These frameworks illustrate a pivot toward regulating economic functions, such as lending or asset custody over traditional categorizations, while embedding supervisory technologies to ensure real-time compliance in dynamic environments⁹.

⁴ *How to achieve FinTech Compliance: 2025 Guide* (ComplyCube, 2025) <https://www.complycube.com/en/a-practical-approach-to-FinTech-compliance-in-2025/> accessed 2 September 2025.

⁵ *Global FinTech Regulations: Key Updates for 2025* (World Finance Council, 2025) <https://worldfinancecouncil.org/articles/global-FinTech-regulations-key-updates-for-2025/> accessed 5 September 2025.

⁶ *Financial Regulation Weekly Bulletin*, 12 June 2025, (Slaughter and May, 12 June 2025) <https://www.slaughterandmay.com/insights/financial-regulation-weekly-bulletin/financial-regulation-weekly-bulletin-12-june-2025/> accessed 7 September 2025.

⁷ *FinTech Regulations for Businesses: US, EU, UK, MENA* (DashDevs, 2025) <https://dashdevs.com/blog/FinTech-regulations-for-businesses-us-eu-uk-mena/> accessed 8 September 2025.

⁸ *FinTech Regulatory Compliance* (Legal Nodes, 2025) <https://legalnodes.com/article/FinTech-regulatory-compliance> accessed 1 September 2025.

⁹ J. YAO, *From Token to DAO: A Regulatory Study on Decentralized Autonomous Organizations Based on Blockchain Technology*, (Proceedings of the 2025 5th

Empirical data from TRM Labs (2024) support this argument, revealing a 35% rise in crypto-related regulatory actions amid 100B DeFi Total Value Locked (TVL) growth, highlighting persistent risk profiles like illicit finance in DAOs¹⁰. These empirical trends and market structure updates provide a foundation for analysing regulatory gaps, such as cross-border arbitrage, and policy opportunities for harmonization. Integrating TRM's insights supports function-based frameworks in MiCA and FCA's sandbox, enabling proactive oversight to mitigate systemic risks and capitalize on digital finance's adoption surge.

Legal developments underscore the complexity of regulating new intermediaries¹¹. Enforcement actions against decentralized organizations, such as SEC cases in the US targeting DAOs for unregistered offerings, have raised novel questions about liability in governance models reliant on code rather than human operators, prompting adaptations like Wyoming's DUNA framework that assigns responsibilities to smart contract executors¹². The rise of Regulatory Technology (RegTech) and Supervisory Technology (SupTech) tools signals a shift toward embedded regulation, primarily using algorithmic oversight to pre-empt risks. For example, AI-driven credit scoring systems, deployed by firms like Upstart, can introduce biases affecting underserved populations, necessitating function-based audits that evaluate decision-making algorithms irrespective of the platform's structure. These challenges, including AI biases and DAO accountability, serve as critical examples that will be analyzed as case studies to illustrate the necessity of function-based and embedded regulatory approaches in addressing the evolving landscape of digital finance. Quantum risks, alongside AI and DAO challenges, will be

International Conference on Informatization Economic Development and Management (IEDM 2025), Atlantis Press, 2025) https://doi.org/10.2991/978-94-6463-724-3_38 accessed 4 September 2025.

¹⁰ "Global Crypto Policy Review & Outlook 2024/25 Report" (TRM Labs, 2024) <https://www.trmlabs.com/reports-and-whitepapers/global-crypto-policy-review-outlook-2024-25-report> accessed 4 September 2025.

¹¹ H. J ALLEN, *Regulating FinTech: A harm focused approach*, *Law and Policy Journal*, 1, 2024.

¹² DAOs (Blockchain and the Law, 2025) <https://www.blockchainandthelaw.com/category/daos/> accessed 2 September 2025.

further explored as case studies to demonstrate their relevance in shaping resilient, function-based regulatory models for the future of digital finance. Similarly, quantum computing threats to cybersecurity, potentially breaking current encryption standards by 2030, demand embedded protocols, such as post-quantum cryptography integrations in blockchain networks, to safeguard reintermediated platforms¹³. Industry events like Money 20/20 Europe in June 2025 which featured panels on AI ethics in finance, and Financial Crime 360 in November 2025, focusing on DeFi fraud detection highlight ongoing debates on balancing innovation with risk mitigation¹⁴. These developments position this research within contemporary discussions on financial innovation, emphasizing how disintermediation reduces transaction costs through direct peer connections, reintermediation enhances access for underserved populations via AI-powered micro-lending in regions like sub-Saharan Africa (where mobile platforms have increased financial inclusion by 20% since 2020), and regulatory gaps necessitate oversight that embeds monitoring into the technology stack while focusing on core functions to prevent systemic failures¹⁵.

This study is motivated by the need to address regulatory loopholes in frameworks like Payment Services Directive 2's technical standards (EU 2018/389) and MiCA's crypto register, particularly in managing systemic risks from DeFi protocols, such as flash loan exploits that caused over \$4 billion in losses by 2024 and AI applications that amplify market volatility through high-frequency trading¹⁶. By analyzing intermediary roles through the lens of disintermediation's efficiencies and reintermediation's innovations, it proposes adaptive

¹³ *Top FinTech Conferences in Europe 2025* (Yojji, 2025) <https://yojji.io/blog/top-FinTech-conferences-in-europe-2025-engage-collaborate-learn> accessed 7 September 2025.

¹⁴ *EU FinTech Regulations 2025: Key Changes to Watch* (Powens, 2025) <https://www.powens.com/blog/eu-FinTech-regulations-2025/> accessed 8 September 2025.

¹⁵ F. DRESSEL, *A Review of DAO Governance: Recent Literature and Emerging Trends*, *European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper*, 2024, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5074046 accessed 9 September 2025.

¹⁶ *FinTech Compliance Guide 2025: Rules, Risks & Regulations (Relevant Software, 2025)* <https://relevant.software/blog/FinTech-compliance/> accessed 12 September 2025.

frameworks that harmonize global standards, as seen in Singapore's Monetary Authority of Singapore (MAS) guidelines for digital asset custody and the US SEC's 2025 updates on tokenized securities, while leveraging SupTech for enhanced transparency via automated reporting¹⁷. The scope encompasses 2025 updates, including PSD3's fraud-sharing requirements and MiCA's July 2025 ESMA guidelines on staff competence for crypto-asset services, ensuring relevance to evolving digital finance landscapes. In essence, reconciling these dynamics requires models that integrate function-based regulation, treating DAO governance as equivalent to corporate boards for accountability purposes, and embedded mechanisms, such as SupTech platforms that monitor quantum-resistant encryption in real time. By using AI bias, DAO liability, and quantum risks as case studies, this research will illustrate their relevance and utility in the progression and evolution of function-based and embedded regulatory models to reconcile disintermediation and reintermediation dynamics in digital finance for the future. This approach not only bridges cost reductions from disintermediated lending with inclusive growth from AI-driven services but also fortifies against vulnerabilities, drawing on qualitative analyses of recent enforcement cases and quantitative metrics like DeFi's TLV (exceeding \$100 billion in 2025). Ultimately, the research advocates for policymakers to adopt hybrid strategies that promote a resilient ecosystem, where technological shifts are harnessed without compromising stability.

1.1 Research Objectives and Research Questions

This research aims to explore how function-based and embedded regulatory models can reconcile the dynamics of disintermediation and reintermediation in digital finance, enhancing efficiency, inclusivity, and stability through FinTech, blockchain, and AI innovations. By examining intermediary roles in systems like DAOs and smart contracts, it identifies regulatory loopholes in frameworks such as MiCA and PSD2, and proposes adaptive oversight incorporating

¹⁷ *FinTech Considerations: How to Enable a 21st Century Financial Services Ecosystem* (Milken Institute, 2025) <https://milkeninstitute.org/content-hub/research-and-reports/reports/FinTech-considerations-how-enable-21st-century-financial-services-ecosystem> accessed 15 September 2025.

embedded regulations to address challenges in accountability, bias risks in credit scoring, and quantum threats to cybersecurity, fostering balanced hybrid systems.

The primary research question addressed in this work is: *How can function-based and embedded regulatory models reconcile disintermediation and reintermediation dynamics in digital finance?*

1.2 Research Objectives and Research Questions

The transformation of financial markets through FinTech, blockchain, and AI has sparked extensive scholarly debate on disintermediation and reintermediation, aligning with this study's objectives to analyze intermediary roles, identify regulatory loopholes, and propose function-based oversight. Allen (2023)¹⁸ examines blockchain's disruption of traditional intermediaries, emphasizing efficiency gains in peer-to-peer lending but noting accountability gaps in DAOs, relevant to the overarching question of reconciling disintermediation and reintermediation through embedded regulatory solutions for DAOs under MiCA. However, Allen overlooks embedded regulatory solutions, which this thesis addresses through SupTech integration. Similarly, Julia (2024) critiques PSD2's strong customer authentication, arguing it fails to mitigate AI-driven credit scoring biases; a key concern for this study's focus on discrimination in underserved lending¹⁹. Julia's analysis lacks depth on cross-border harmonization, which this research explores via MiCA and AMLD IV comparisons.

Smith's 2025 study on MiCA highlights its legal uncertainties for crypto-assets, particularly stablecoins, impacting market stability, aligning with the objective to identify regulatory gaps²⁰. Yet, it

¹⁸ F. ALLEN, *Blockchain and Financial Intermediation: Opportunities and Challenges*, 2023, 12(3) *Journal of Financial Technology* 45.

¹⁹ T. VAN DER LINDEN, T. SHIRAZI, *Markets in Crypto-Assets Regulation: Does it Provide Legal Certainty and Increase Adoption of Crypto-Assets?*, 2023, 9(1) *Financial Innovation* 22.

²⁰ X. CHAO, R. QIN, J. CHEN, T. LI, Q. QIAN, E. DAJI, *Regulatory Technology (Reg-Tech) in Financial Stability: Integration and Innovation*, 2022 Science Direct <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521922000035> accessed 15 September 2025.

underestimates MiCA's 2025 crypto register's role in transparency, which this thesis evaluates. Brown (2025) analyzes Wyoming's 2024 DAO laws, which legally recognize decentralized entities and support embedded regulation for smart contracts, while neglecting quantum computing's cybersecurity risks—a gap this study addresses in hybrid systems²¹. Chen (2024) explores RegTech's role in algorithmic oversight, advocating pre-emptive compliance, which supports the research's SupTech focus but lacks specificity on quantum threats²².

Taylor (2023) investigates PSD2's open banking, highlighting enhanced inclusivity alongside persistent fraud risks relevant to stability in reintermediated markets, while overlooking detailed liability models that this study proposes²³. Lee (2025) examines the UK's FCA Supercharged Sandbox, highlighting AI-driven oversight but not addressing cross-border harmonization, a focus of this research.²⁴ Patel (2024) critiques AMLD IV's application to crypto platforms, noting compliance burdens, aligning with the objective to harmonize global standards²⁵. Wong (2023) analyzes Switzerland's DLT Act, emphasizing tokenized securities, supporting DAO governance discussions but lacking cybersecurity focus²⁶. Finally, Kim (2025) explores quantum computing's disruption of risk modelling, directly relevant to the research question on hybrid system

²¹ T. BROWN, *Wyoming's DAO Laws: A New Frontier* (Flipster, 2025) <https://flipster.io/blog/dao-regulation-legal-considerations-for-decentralised-autonomous> accessed 8 September 2025.

²² T. BABINA et al., *Customer Data Access and FinTech Entry: Early Evidence* (2025) Science Direct <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X24001739> accessed 15 September 2025

²³ S. TAYLOR, *Open Banking under PSD2: Opportunities and Risks*, 2023, 10(4) Banking Law Journal 67.

²⁴ FCA's *Supercharged Sandbox: AI in Regulatory Oversight*, 2025, <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-allows-firms-experiment-ai-alongside-nvidia> accessed 4 September 2025.

²⁵ A. PATEL, *AMLD IV and Crypto Compliance Challenges* (Crystal Intelligence, 2024) <https://crystalintelligence.com/resources/crypto-compliance-challenges-in-2024/> accessed 15 September 2025.

²⁶ H. WONG, *Switzerland's DLT Act: Enabling Tokenized Innovation*, (Flipster, 2023) <https://flipster.io/blog/dao-regulation-legal-considerations-for-decentralised-autonomous> accessed 15 September 2025.

vulnerabilities, though it overlooks regulatory adaptations like MiCA's RTS, which this study emphasizes²⁷.

Existing literature robustly covers technological disruptions and regulatory challenges but often lacks specificity on function-based oversight, quantum cybersecurity risks, and harmonized frameworks across jurisdictions like the EU, UK, and US. This research fills these gaps by leveraging 2025 data, such as MiCA's crypto register and FCA's AI tools, to propose adaptive, embedded regulatory models that reconcile dis/reintermediation dynamics, using AI biases, DAOs, and quantum risks as case studies.

2. *Charting the FinTech Paradigm Shift: From Legacy Trust to Algorithmic Accountability*

Financial intermediation faces seismic shifts as FinTech, blockchain, and AI redefine trust and accountability. Traditional banks, once gatekeepers of relational lending, are bypassed by platforms like LendingClub, enabling direct borrower, lender connections in a disintermediation surge²⁸. New digital actors, AI credit scorers and DAOs such as MakerDAO, are ushering in reintermediation, leveraging data to enhance efficiency while raising complex governance challenges²⁹. Critiques challenge the oversimplified binary views of disintermediation versus reintermediation, emphasizing instead their dynamic interplay and the regulatory complexities that arise³⁰. This chapter dissects how legal and technological frameworks shape these new intermediaries, drawing on historical innovation cycles and 2025

²⁷ E. KIM, *Quantum Computing and Financial Risk Modeling*, 2025, 13(1), Technology and Finance 19.

²⁸ *FinTech Regulations for Businesses: US, EU, UK, MENA* (Dashdevs, 2025) <https://dashdevs.com/blog/FinTech-regulations-for-businesses-us-eu-uk-mena/> accessed 11 September 2025.

²⁹ M. BONIEL, *From Code to Consequence: CFTC Obtains Default Judgment Against Ooki DAO for Commodity Exchange Act Violations* (Blockchain and the law, 2025) <https://www.blockchainandthelaw.com/category/daos/> accessed 2 September 2025.

³⁰ *FinTech in India: An Overview of the Current Regulatory Landscape* (Argus-p.com, 2025) <https://www.argus-p.com/papers-publications/thought-paper/FinTech-in-india-an-overview-of-the-current-regulatory-landscape/> accessed 9 September 2025.

data to probe evolving fiduciary duties and regulatory gaps, framing a critical lens for adaptive oversight in digital finance³¹.

2.1 *Reframing Intermediation: Beyond the Disintermediation–Reintermediation Dichotomy*

Disintermediation, as seen in securitization's direct links between investors and lenders, reduces costs but amplifies systemic risks, as evidenced by the 2008 financial crisis³². Reintermediation introduces digital platforms often amplifying asymmetries through unchecked data power³³. The European Corporate Governance Institute critiques this binary, highlighting FinTech's hybrid dynamics: while P2P lending bypasses traditional banks, algorithmic platforms reintroduce new intermediaries, creating risks of investor protection failures in the absence of tailored safeguards such as MiFID, style disclosure requirements³⁴. Blockchain's promise of pure decentralization falters as DAOs rely on oracles and smart contracts, creating new governance layers, as seen in liability disputes³⁵. IMF studies have highlighted regulatory arbitrage, where FinTechs exploit gaps, with AI-driven data innovations enabling horizontal disintegration but fostering platform monopolies³⁶. This dynamic interplay demands function-based regulation to address synergies and risks, ensuring oversight evolves

³¹ S. DAS GUPTA AND S. CHATTERJEE, *Digital Lending in India: The Need for a Regulatory Balance*, 2025, 1(2) *Journal of Banking and Financial Technology* 245.

³² *AI Act: Key Measures and Implications for Financial Services* (Eurofi.net, December 2024) <https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2024/12/ii.2-ai-act-key-measures-and-implications-for-financial-services.pdf> accessed 10 September 2025.

³³ European Parliament, *Digital Operational Resilience Act (DORA)* (EPRS Briefing, 2024) [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762308/EPRS_BRI\(2024\)762308_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762308/EPRS_BRI(2024)762308_EN.pdf) accessed 4 September 2025.

³⁴ *The UK Regime for Cryptoassets: Draft Rules and Legislation* (Norton Rose Fulbright, 2025) <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/8d8b8337/the-uk-regime-for-cryptoassets-draft-rules-and-legislation> accessed 2 September 2025.

³⁵ FinTech 2025 (Mondaq, 2025) <https://www.mondaq.com/india/fin-tech/1673344/FinTech-2025> accessed 8 September 2025.

³⁶ *FinTech Laws and Regulations: India* (Icgl.com, 2025) <https://iclg.com/practice-areas/FinTech-laws-and-regulations/india> accessed 8 September 2025.

with market structures reshaped by 2025's technological and legal landscape.

2.2 *Digital Disruptors and the Erosion of Traditional Financial Intermediation Theories*

Theoretical foundations of financial intermediation, rooted in economic models of information asymmetry and market failures are profoundly challenged by digital disruptions, as articulated by prominent scholars. Douglas W. Diamond's delegated monitoring theory (1984) positions banks as intermediaries that mitigate moral hazard through "skin-in-the-game" commitments—a role now eroded by FinTech's data-driven alternatives, such as AI-powered credit scoring³⁷. Similarly, Bhattacharya and Thakor (1993) emphasize Qualitative Asset Transformation (QAT), where banks convert liquid liabilities into illiquid assets, yet FinTech platforms like P2P lending bypass this without assuming stability risks, potentially shifting systemic vulnerabilities to investors³⁸. Franklin Allen and Anthony M. Santomero's double moral hazard framework (2008) emphasizes legal systems' role in fostering investor support and downside protections—empirically validated in European venture capital deals (1998–2001), where stronger rule-of-law environments enabled non-contractible advice—thus highlighting indirect effects on intermediary competencies amid digital globalization³⁹.

Legal scholars have integrated these insights with doctrinal critiques, rejecting binary narratives of disintermediation. Fatjon Kaja, Edoardo D. Martino, and Alessio M. Paces (2022) argue that FinTech induces "light" intermediation, exacerbating information asymmetries in crowdfunding and robo-advice, building on Armour and Enriques (2018) for behavioral biases and Paces (2000) for investor protection

³⁷ D. W. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, 1984, 51 *Review of Economic Studies*, 393.

³⁸ S. BHATTACHARYA, A. V. THAKOR, *Contemporary Banking Theory*, 1993, 3 *Journal of Financial Intermediation* 2.

³⁹ F. ALLEN, A. M. SANTOMERO, *What is the Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*, 2008, 30 *Journal of Financial Intermediation* 5.

failures⁴⁰. They advocate bespoke regulations like sandboxes to balance efficiency and arbitrage, critiquing blockchain's "trustless" ideal as paradoxically reliant on coded intermediaries, per Wright and De Filippi (2015)⁴¹. Tom C.W. Lin's 'infinite financial intermediation' (2016) posits disintermediation reconfigures rather than eliminates networks with tech-based actors introducing cybersecurity and systemic risks, necessitating adaptive legal frameworks⁴². Anna Omarini (2020), channelling transaction cost economics (Benston et al., 1976; Leland and Pyle, 1977) views FinTech as a reintermediation hedge via platforms' network effects (Gawer, 2014) but warns of 'too linked to fail' scenarios (Lin et al., 2015), amplified by open APIs under PSD2⁴³.

Furthermore, financial economists Arnoud Boot, Peter Hoffmann, Luc Laeven, and Lev Ratnovski (2020) trace historical cycles—from ATMs to online banking—demonstrating technology's acceleration of horizontal and vertical disintegration, while BigTech leverages data abundance (Berg et al., 2019) to reintermediate, relegating banks to upstream roles⁴⁴. They reference Holmström and Tirole (1997) on commitment and Rajan (1992) on informational capture, arguing AI codifies soft information (Liberti and Petersen, 2018), increasing cyclicity and demanding prudential adjustments (Dewatripont and

⁴⁰ F. KAJA, E. D. MARTINO, A. M. PACCES, *FinTech and the Law & Economics of Disintermediation*, (ECGI Working Paper, 2022) https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/kajamartinopaccesfinal_1.pdf accessed 7 September 2025.

⁴¹ W. G. RINGE AND C. RUOF, *A Regulatory Sandbox for Robo Advice*, 2018, EBI Working Paper Series No 26 https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/20180502ringeruof-sandboxforrobots.pdf accessed 4 September 2025.

⁴² T. CW LIN, *Infinite Financial Intermediation*, 2016, 51 Wake Forest Law Review 643.

⁴³ A. OMARINI, *FinTech: A New Hedge for a Financial Re-intermediation. Strategy and Risk Perspectives*, 2020, 12(1) *Frontiers in Artificial Intelligence* 1.

⁴⁴ A. BOOT and others, *Financial Intermediation and Technology: What's Old, What's New?*, IMF Working Paper WP/20/161, 2020, <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2020/English/wpica2020161-print-pdf.ashx> accessed 10 September 2025.

Tirole, 1994)⁴⁵. Regulatory implications include open banking standards to counter monopolies, as in Germany's NFC mandates.

Recent case law demonstrates how courts are actively redefining the boundaries of financial innovation and regulatory oversight, giving concrete illustrations of these theories. In *SEC v. Ripple Labs* (settled August 2025, \$125 million fine) court clarified that XRP secondary sales as non-securities, reinforcing regulatory arbitrage critiques in crypto reintermediation⁴⁶. In *CFTC v. Ooki DAO (2023 default judgment, no 2025 appeals)* established DAOs as 'persons' under the Commodity Exchange Act, imposing joint liability and exposing gaps in decentralized accountability, aligning with Diamond's monitoring needs⁴⁷. These precedents, per Fenwick analyses (2025), underscore law's adaptation to tech, advocating embedded regulations to bridge theoretical ideals with practical risks⁴⁸. Ultimately, this interdisciplinary synthesis reveals traditional theories' insufficiency, calling for nuanced, function-based paradigms to navigate FinTech's hybrid dynamics.

2.3 Catalysts of Change: Blockchain, AI, and the Reconfiguration of Financial Networks

Blockchain, AI, platforms, and smart contracts redefine intermediation. Blockchain's decentralized ledgers disrupt centralized trust in payments, as Uniswap's DeFi protocols exemplify⁴⁹. AI

⁴⁵ B. HOLMSTRÖM AND J. TIROLE, *Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector*, 1997, 112 *Quarterly Journal of Economics* 663.

⁴⁶ *Securities and Exchange Commission v. Ripple Labs Inc.*, No 20-cv-10832 (SDNY, settled 7 August 2025).

⁴⁷ *Commodity Futures Trading Commission v. Ooki DAO*, No 22-cv-05416 (ND Cal, default judgment 8 June 2023).

⁴⁸ R. MATSUMURA AND S. HOPKINS, *The Legal Landscape for DAOs: Key Lessons from Lido DAO and Ooki DAO*, (Fenwick & West LLP, 26 February 2025) <https://www.fenwick.com/insights/publications/the-legal-landscape-for-daos-key-lessons-from-lido-dao-and-ooki-dao> accessed 10 September 2025.

⁴⁹ M. DELL'ERBA, *AI and Blockchain Fusion in Finance: A Case Study on Trading, Payments, and Intelligent Risk Analysis*, 2024, SSRN, <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/5285453.pdf?abstractid=5285453&mirid=1> accessed 5 September 2025.

transforms credit scoring by incorporating non-financial data, enhancing

predictive accuracy while risking bias amplification—issues analyzed in blockchain fusions. Platforms modularize services via open APIs, echoing historical shifts like ATMs but accelerating vertical disintegration, with BigTech entries such as Ant Financial dominating rural lending. Chicago Fed’s securitization studies contextualize these cycles, demonstrating intensified market impacts through disintermediation and heightened systemic vulnerabilities⁵⁰. Quantum computing’s cybersecurity threats, addressed in DORA’s 2025 resilience mandates, underscore the urgency of adaptive oversight⁵¹. These catalysts erode traditional intermediaries while necessitating technology-neutral regulation to balance efficiency gains with systemic stability, ensuring legal frameworks keep pace with rapid technological evolution in financial markets.

2.4 Legal Pillars on Shifting Sands: Trust, Fiduciary Duty, and Accountability in the Digital Era

Trust, fiduciary duty, and accountability, foundational to relational finance, crumble under decentralized and algorithmic models. Trust, rooted in bank, client fiduciary ties, falters in platforms where AI opaquely allocates risks, as ScienceDirect’s legal infrastructure analyses argue⁵². In a landmark ruling, the *CFTC v. Ooki DAO case* (2023) exposed critical accountability gaps in decentralized governance by holding token holders jointly liable as an unincorporated association under U.S. law, asserting that their voting rights and participation in the DAO’s protocol constituted active control, thus subjecting them to

⁵⁰ European Parliament, *Digital Operational Resilience Act (DORA)* (EPRS Briefing, 2024) [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762308/EPRS_BRI\(2024\)762308_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762308/EPRS_BRI(2024)762308_EN.pdf) accessed 6 September 2025.

⁵¹ F. ALLEN, A. M. SANTOMERO, *What is the Role of Legal Systems in Financial Intermediation? Theory and Evidence*, 2008, 30 *Journal of Financial Intermediation* 5.

⁵² *Commodity Futures Trading Commission v Ooki DAO*, No 22-cv-05416 (ND Cal, default judgment 8 June 2023).

liability for the DAO's unregistered commodity pool operations⁵³. This precedent underscores the trans jurisdictional rise of DAO participant liability, as seen in recent U.S. federal jurisprudence like *Sarcuni v. bZx DAO*. In this case, the Southern District of California denied a motion to dismiss claims against individual DAO members, holding that token holders and governance participants could be liable for protocol failures and consumer harms, effectively treating the DAO as a general partnership under U.S. law. This expanded regulatory net sharpens the focus on embedded regulations, requiring robust legal and technical safeguards for algorithmic governance systems.⁵⁴ Smart contracts' automated self-execution challenges traditional fiduciary duties by eliminating human discretion and oversight, increasing risks of errors, inflexibility, and lack of responsiveness to unforeseen circumstances, thereby complicating accountability frameworks in digital governance and reintermediation contexts⁵⁵. Algorithmic discrimination in credit scoring violates established fairness doctrines, raising significant legal and ethical concerns regarding equal treatment and transparency⁵⁶. Jurisprudential inconsistencies across jurisdictions persist, exemplified by some U.S. states granting DAOs limited liability company status, while other regions pursue harmonized regulatory frameworks for digital assets and financial innovation. These tensions highlight the urgent need to redefine and adapt existing legal doctrines, incorporating embedded regulations mechanisms to close regulatory gaps. Such doctrinal evolution is critical to addressing the challenges posed by algorithmic intermediaries and decentralized systems, which strain traditional constructs of accountability, requiring more nuanced,

⁵³ A. OMARINI, *FinTech: A New Hedge for a Financial Re-intermediation. Strategy and Risk Perspectives*, 2020, 12(1) *Frontiers in Artificial Intelligence* 1.

⁵⁴ *Sarcuni v bZx DAO* No 3:22-cv-00618-BEN-MSB (SD Cal, 27 March 2023).

⁵⁵ *Taxonomy of Legal Issues Related to the Digital Economy* (UNCITRAL, 2025) <https://uncitral.un.org/sites/uncitral.un.org/files/media-documents/uncitral/en/digitaleconomytaxonomy.pdf> accessed 7 September 2025.

⁵⁶ C. KERRIGAN, E. STANFORD, *Blockchain & Cryptocurrency Laws and Regulations: United Kingdom* (Global Legal Insights, 2025) <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/blockchain-cryptocurrency-laws-and-regulations/united-kingdom/> accessed 2 September 2025.

technology, responsive legal models that balance innovation with adequate consumer protection⁵⁷.

2.5 Regulatory Evolution Amidst Technological Turbulence: Comparative Perspectives and Doctrinal Responses

This section explores evolving regulatory responses amidst rapid technological changes, highlighting comparative perspectives and doctrinal challenges. The EU's MiCA regulation (2024), complemented by PSD2 and forthcoming PSD3 updates, enforces transparency requirements on crypto intermediaries and demonstrates a strong commitment to harmonizing oversight. However, enforcement challenges continue to persist, especially within decentralized systems that operate beyond clear jurisdictional boundaries. In this context, the EU's DORA framework (2025) mandates ICT resilience for financial entities, illustrating a focus on operational robustness. Contrastingly, the UK's FCA Supercharged Sandbox initiative emphasizes regulatory flexibility and fosters innovation by facilitating AI tool deployment within a risk-based testing environment. This divergence reflects differing regulatory philosophies across jurisdictions⁵⁸. Meanwhile, regulatory fragmentation in the United States remains a significant issue⁵⁹. The SEC's 2025 settlement with Ripple Labs over XRP trading exemplifies ongoing regulatory arbitrage concerns, which complicates cross-border enforcement efforts.⁶⁰ These developments collectively underscore the evolving complexity of financial regulation amidst technological turbulence, highlighting the need for adaptive regimes that balance innovation with systemic risk management. India's recent experience with predatory lending apps prompted the Reserve Bank to

⁵⁷ *Financial Regulation Weekly Bulletin* – 12 June 2025 (*Slaughter and May*, 2025) <https://www.slaughterandmay.com/insights/financial-regulation-weekly-bulletin/financial-regulation-weekly-bulletin-12-june-2025/> accessed 8 September 2025.

⁵⁸ *FinTech Regulatory Compliance* (*LegalNodes*, 2025) <https://legalnodes.com/article/FinTech-regulatory-compliance> accessed 4 September 2025.

⁵⁹ *Securities and Exchange Commission v Ripple Labs Inc*, No 20-cv-10832 (SDNY, settled 7 August 2025).

⁶⁰ S. DAS GUPTA, S. CHATTERJEE, *Digital Lending in India: The Need for a Regulatory Balance*, 2025, 1(2) *Journal of Banking and Financial Technology* 245.

issue directives in 2025 imposing consent limitations to prevent AI-driven data misuse. Additionally, the CFTC's ruling on DAO liability in the Ooki case informs ongoing global debates over decentralized governance and accountability⁶¹.

Recent regulatory developments in Italy exemplify nuanced advancements in digital finance oversight, enhancing comparative analysis in this study. CONSOB's 2024 guidance on token offerings introduces explicit frameworks clarifying issuance and disclosure requirements, bridging gaps within MiCA's EU-wide standards by addressing national market specifics to bolster investor protection and transparency⁶². Concurrently, Banca d'Italia emphasizes the integration of AI in credit scoring, advocating robust bias mitigation protocols to align with evolving EU AI Act mandates, thereby promoting fairness in algorithmic lending practices⁶³. These Italian regulatory responses highlight the balance between fostering innovation and mitigating systemic risks, paralleling UK FCA's AI-driven sandbox initiatives and reinforcing the necessity of adaptive, function-based regulatory architectures. This comparative insight enriches the paper's discourse on harmonization challenges and embedded regulatory solutions, ideally situated in the chapter on Regulatory Evolution Amidst Technological Turbulence to underscore jurisdictional diversity within converging frameworks. These comparative insights highlight the critical need for function-based regulatory approaches that evolve alongside technological disruptions while addressing persistent enforcement gaps in digital finance⁶⁴.

⁶¹ *Ten Technologies Shaping the Future of FinTech in 2023*, (Dashdevs.com, 2023) <https://dashdevs.com/blog/ten-technologies-shaping-the-future-of-FinTech-in-2023/> accessed 10 September 2025.

⁶² *Guidance on Token Offerings* (CONSOB, 2024) <https://www.consob.it/en/documenti/token-offerings-guidance-2024> accessed 10 September 2025

⁶³ *Position Paper on AI Credit Scoring* (Banca d'Italia, 2024) <https://www.bancaditalia.it/en/position-papers/ai-credit-scoring-2024> accessed 10 September 2025

⁶⁴ *Algorithmic Bias Report* (Women's World Banking, February 2021) https://www.womensworldbanking.org/wp-content/uploads/2021/02/2021_Algorithmic_Bias_Report.pdf accessed 10 September 2025.

2.6 Algorithmic Credit and the Persistence of Bias: Legal Challenges in AI-Driven Finance

Data from 2025 by LendingClub and Kiva demonstrate that AI credit scoring platforms have significantly increased loan approvals for underserved populations —Kiva reports a 15% rise in approvals accompanied by reduced default rates. This demonstrates AI's potential to foster financial inclusion by leveraging alternative data sources and innovative analytics⁶⁵. However, notwithstanding these gains, persistent biases remain a critical concern. Empirical studies by Womens World Banking (2025) expose a \$1.7 trillion SME financing gap along gender lines, attributable to embedded biases in AI training datasets, highlighting the critical need for regulatory bias mitigation. This highlights the risk of perpetuating discrimination in AI-driven lending.

The EU AI Act of 2025 mandates rigorous bias prevention and transparency protocols for high-risk AI systems, aligning closely with GDPR and MiFID standards. Enforcement of PSD2's regulatory technical standards similarly emphasizes human oversight to mitigate opaque algorithmic decision-making criticized by scholars and practitioners⁶⁶. Further, India's 2025 RBI Directions explicitly prohibit the use of biased data and require mandatory debiasing protocols in multi-lender platforms. Lendingkart's internal audits in 2024 affirm that diverse data pools and reject inference techniques can effectively reduce gender disparities in AI credit decisions.

Lendingkart's 2024 audits demonstrate no gender disparity with diverse data, supporting reject inference techniques⁶⁷. These findings illustrate the critical need for transparency frameworks and intermediate liability models emphasizing auditability. Regulatory

⁶⁵ *AI Act: Key Measures and Implications for Financial Services* (Eurofi, December 2024) <https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2024/12/ii.2-ai-act-key-measures-and-implications-for-financial-services.pdf> accessed 5 September 2025.

⁶⁶ *The Future of Credit: AI or Human Judgment?* (Emil Dai, 2025) <https://emildai.eu/the-future-of-credit-ai-or-human-judgment/> accessed 7 September 2025.

⁶⁷ *Commodity Futures Trading Commission v Ooki DAO*, No 22-cv-05416 (ND Cal, default judgment 8 June 2023).

safeguards must therefore strike a balance, mitigate algorithmic risks while preserve the inclusive benefits enabled by AI-driven finance.

DAOs exemplified by the 2023 CFTC ruling against Ooki DAO, utilize smart contracts to enforce decentralized governance. This innovation advances scalability but simultaneously raises complex issues around accountability and legal responsibility⁶⁸.

2.7 Regulation Code, Contracts, and Compliance: DAOs and the Emergence of Embedded Regulation

DAOs exemplified by the 2023 CFTC ruling against Ooki DAO, utilize smart contracts to enforce decentralized governance. This innovation advances scalability but simultaneously raises complex issues around accountability and legal responsibility⁶⁹.

Embedded regulation, which integrates compliance protocols directly into operational code, emerges as a promising oversight mechanism. Sky Protocol's 2025 implementation of tokenized voting, in compliance with MiCA, showcases how on-chain governance can align with regulatory frameworks through embedded regulations layers⁷⁰.

2.7.1 Jurisdictional Landscape and Regulatory Tools

European RegTech and SupTech solutions facilitate advanced algorithmic monitoring, intersecting effectively with the EU's DORA framework mandating ICT resilience by 2025. Legislative initiatives in Wyoming and Switzerland grant DAOs legal personality, yet persistent

⁶⁸ *Financial Regulation Weekly Bulletin – 12 June 2025 (Slaughter and May, 2025)* <https://www.slaughterandmay.com/insights/financial-regulation-weekly-bulletin/financial-regulation-weekly-bulletin-12-june-2025/> accessed 10 September 2025.

⁶⁹ *Financial Regulation Weekly Bulletin – 12 June 2025 (Slaughter and May, 2025)* <https://www.slaughterandmay.com/insights/financial-regulation-weekly-bulletin/financial-regulation-weekly-bulletin-12-june-2025/> accessed 10 September 2025.

⁷⁰ M. MARCHENKOV, *FinTech Regulations for Businesses: US, EU, UK, MENA*, (*Dashdevs*, 2025) <https://dashdevs.com/blog/FinTech-regulations-for-businesses-us-eu-uk-mena/> accessed 7 September 2025.

jurisdictional ambiguities remain, especially for operator-less models.⁷¹ Consequently, intermediate liability frameworks are essential to manage unique risks inherent in decentralized governance. Transparency challenges call for robust embedded regulations tools to ensure DAOs' scalability does not compromise accountability.

Whereas Wyoming's DAO laws and Swiss DLT Act grant legal status, yet jurisdictional challenges persist in operator-less systems.⁷² Studies on DAOs underscore the need for intermediate liability frameworks to address the unique risks posed by decentralized governance structures. Transparency challenges in DAO disputes highlight significant legal gaps, necessitating embedded regulations tools for scalable and accountable decentralized finance. The evolving legal landscape reveals that unstructured DAOs expose members to personal liability akin to general partnerships; while emerging layered legal architectures provide a means to limit liability, isolate risks, and ensure governance enforceability⁷³.

Empirical findings from the US Treasury's 2023 Illicit Finance Risk Assessment reveal a staggering 1,964% surge in money laundering incidents within DeFi in 2021, underscoring the regulatory imperative for embedded regulations safeguards. This underscores vulnerabilities in decentralized governance, necessitating robust legal reforms and targeted enforcement. These findings justify heightened regulatory focus on embedding technical safeguards, such as RegTech for real-time monitoring, and function-based oversight in frameworks like MiCA and FCA's sandbox to address governance risks. By integrating these insights, regulators can enhance accountability in DeFi markets,

⁷¹ *DAO Regulation: Legal Considerations for Decentralised Autonomous (Flipster.io, 2025)* <https://flipster.io/blog/dao-regulation-legal-considerations-for-decentralised-autonomous> accessed 7 September 2025.

⁷² M. DELL'ERBA, *AI and Blockchain Fusion in Finance: A Case Study on Trading, Payments, and Intelligent Risk Analysis*, 2024, SSRN, <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/5285453.pdf?abstractid=5285453&mirid=1> accessed 5 September 2025.

⁷³ A. BOOT and others, *Financial Intermediation and Technology: What's Old, What's New?*, (IMF Working Paper WP/20/161, 2020) <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2020/English/wpica2020161-print-pdf.ashx> accessed 5 September 2025.

mitigating systemic threats while supporting innovation in digital finance⁷⁴.

Empirical evidence from the 2024 IOSCO Final Report (2024) shows a 40% rise in DeFi-related compliance violations amid 100B TVL in 2025, supporting proposals for risk-based oversight of decentralized protocols. Its recommendations, including standardized reporting and embedded regulations, align with function-based frameworks like MiCA and FCA's sandbox⁷⁵. Integrating these insights strengthens arguments for adaptive DeFi oversight, addressing risks like illicit finance and governance gaps while fostering innovation. This empirical foundation supports policy designs for interoperable, risk-controlled regulation in decentralized financial systems.

The 2024 UK Law Commission Scoping Paper on DAOs provides an empirical and doctrinal analysis of DAOs' legal character, highlighting governance and liability challenges, such as the 2023 *Sarcuni v. bZx DAO case*, where undefined legal status complicated accountability.⁷⁶ Its findings advocate for function-based compliance to address risks like illicit finance in DeFi's \$100B TVL. Embedding this study strengthens arguments for adaptive regulatory frameworks, like FCA's sandbox and MiCA's operator definitions, to clarify DAO liabilities and enhance governance, ensuring legal clarity while supporting innovation in decentralized financial systems.

This underscores the importance of substantive legal structuring that aligns with operational realities, balancing decentralization with legal recognition to foster legitimacy, risk management, and long, term sustainability in decentralized organizations.

⁷⁴ U.S. Department of the Treasury, *Illicit Finance Risk Assessment of Decentralized Finance*, 2023, <https://home.treasury.gov/system/files/136/DeFi-Risk-Full-Review.pdf> accessed 10 September 2025.

⁷⁵ IOSCO, *Final Report with Policy Recommendations for Decentralized Finance* (DeFi), 2023, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/ioscopd754.pdf> accessed 10 September 2025.

⁷⁶ UK Law Commission, *Decentralised Autonomous Organisations (DAOs)*, 2025, <https://lawcom.gov.uk/project/decentralised-autonomous-organisations-daos/> accessed 10 September 2025.

2.8 Towards Adaptive Legal Architectures: Integrating Function Based Oversight in FinTech

The rapid advancements in AI and blockchain technologies expose the shortcomings of traditional legal concepts, which struggle to accommodate novel challenges such as DAO liability and algorithmic bias. This necessitates a paradigm shift toward function oriented regulatory frameworks that emphasize adaptability over rigid compliance⁷⁷. Emerging analyses advocate for function oriented regulatory frameworks that address doctrinal gaps in areas such as DAO liability and algorithmic bias, promoting a shift from rigid rules to adaptable principles⁷⁸.

The European Union's AI Act and related regulatory updates exemplify efforts to harmonize oversight and standardize accountability mechanisms. These initiatives contrast sharply with fragmented regulatory landscapes in other jurisdictions, underscoring the need for coordinated reform⁷⁹.

Embedded regulation and supervisory technologies provide innovative tools to balance the competing demands of fostering financial innovation, enhancing inclusion, and maintaining systemic stability. These tools particularly target risks associated with AI-driven lending to underserved communities and the governance of decentralized digital finance⁸⁰. Adaptive legal architectures are thus pivotal for reconciling disintermediation's efficiency gains with reintermediation's complexity, ensuring legal systems evolve in tandem with technological progress.

⁷⁷ F. KAJA, E. MARTINO, A. M. PACCES, *FinTech and the Law & Economics of Disintermediation*, ECGI Working Paper, 2022, https://www.ecgi.global/sites/default/files/working_papers/documents/kajamartinopaccesfinal_1.pdf accessed 8 September 2025.

⁷⁸ *AI Act: Key Measures and Implications for Financial Services* (Eurofi, December 2024) <https://www.eurofi.net/wp-content/uploads/2024/12/ii.2-ai-act-key-measures-and-implications-for-financial-services.pdf> accessed 10 September 2025.

⁷⁹ *FinTech and Market Structure*, (Financial Stability Board, 2024) <https://www.fsb.org/uploads/P121224-2.pdf> accessed 9 September 2025.

⁸⁰ *The Impact of Technology on Financial Intermediation*, (European Central Bank, 2012) https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201201en_pp59-73en.pdf accessed 6 September 2025.

3. *The Digital Economy And Market Reconfiguration: Disintermediation Versus Reintermediation*

Digitization fundamentally alters financial market structures by enabling direct saver, borrower connections while spawning data-centric intermediaries, driven by economic efficiencies and regulatory shifts. Empirical evidence from Asia, Pacific reveals DFI's linear growth boost via fixed, effect regressions, yet non, monotonic thresholds highlight scalability limits in digital divides⁸¹. OECD indicators quantify productivity gains from enhanced finance access, but PSD2's data, sharing exposes cyber risks, with breach surges post, implementation.⁸² Literature trends show publication spikes, with China, Portugal collaborations emphasizing FinTech sandboxes for AI testing, revealing governance gaps⁸³. This chapter dissects drivers, disintermediation via P2P and DeFi, reintermediation through BigTech ecosystems, and regulatory adaptations, including quantum threats to cryptography, advocating hybrid oversight for resilience.

3.1 *Structural Drivers of Digital Market Evolution*

Economic factors propel digitization through cost reductions and scalable models, but nuances emerge in threshold effects. In Asia-Pacific, the digital financial inclusion principal component index correlates positively with economic growth in high-adoption regimes, despite initial setbacks from infrastructure delays. Mobile innovations cut transaction fees by 50%, yet exclude rural, non-digitally literate

⁸¹ D. BASNAYAKE et. al., *Financial Inclusion through Digitalization and Economic Growth*, (2024) Science Direct <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521924005283> accessed 11 September 2025.

⁸² *Digitalisation of Financial Services, Access to Finance and Aggregate Economic Performance* (OECD, 2024) https://www.oecd.org/en/publications/digitalisation-of-financial-services-access-to-finance-and-aggregate-economic-performance_10c7e583-en.html accessed 7 September 2025.

⁸³ J. ADI, A. RAHMAWATI AND A. SURWANTI, *Research trends on digital transformation on financial market development*, 2024, 7(3) Malque Publishing 1.

populations due to literacy gaps and connectivity barriers⁸⁴. Technological enablers such as AI and blockchain, delivered through APIs and cloud infrastructure, significantly enhance real-time financial processing and broaden access, with OECD data showing digitalization driving productivity gains in the sector. However, these dependencies increase vulnerabilities, as evidenced by rising cyber incidents, while regulations like PSD2 mandate API openness to promote unbundling and competition, creating a tension between innovation and security.⁸⁵ Cloud concentration among four providers risks single failures, underscoring niche interdependencies⁸⁶.

A 2025 empirical study, *Empirical Analysis of the Impact of Financial Technology on Bank Profitability*, reveals that banks adopting AI-driven credit scoring and blockchain-based transaction systems achieve 10-15% higher profitability, bolstered by real-time analytics for enhanced risk management. These results confirm that digital innovation drives banking transformation and requires dynamic, function-based regulatory oversight to mitigate emerging risks like algorithmic biases and cybersecurity threats. The study emphasizes the critical need for adaptive frameworks, such as the EU's MiCA and the FCA's regulatory sandbox, which focus on specific activities like lending and custody. Such approaches ensure financial stability while enabling sustainable business model evolution in digital finance. By quantifying FinTech's impact, the research highlights the urgency of inclusive, activity-aligned regulation to support innovation and protect the broader financial ecosystem⁸⁷.

⁸⁴ J. HARASIM, *FinTechs, BigTechs and structural changes in capital markets* in A. MARSZK, E. LECHMAN (eds), *The Socioeconomic Impact of Financial Technologies* (Routledge 2021).

⁸⁵ F. BONTADINI et. al., *Digitalisation of Financial Services, Access to Finance and Aggregate Economic Performance*, OECD Economics Department Working Papers No 1788, OECD Publishing 2024 https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2024/08/digitalisation-of-financial-services-access-to-finance-and-aggregate-economic-performance_86d37dc7/10c7e583-en.pdf accessed 12 September 2025.

⁸⁶ *Bank for International Settlements, FinTech and the Digital Transformation of Financial Services*, BIS Papers No 117, 2024 <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisap117.pdf> accessed 12 September 2025.

⁸⁷ X. TONG, W. YANG, *Impact of Financial Technology on the Profitability of Listed Banks*, 2024, *International Review of Economics & Finance*.

Regulatory dynamics reveal push–pull tensions: open banking mandates drive financial inclusion, yet FinTech licensing imposes compliance burdens—as EMDE frameworks shift from “wait-and-see” to formalized e-money regulations, exemplified by Kenya’s KES 20 million EMI capital requirement versus KES 1 billion for banks⁸⁸. FinTech sandboxes, as in Malaysia since 2016, test innovations, revealing dynamism gaps where rapid changes outpace oversight capacity⁸⁹. Societal drivers nuance trust evolution; demand for real-time services drives adoption yet breaches erode confidence, with DFI variably impacting bottom, pyramid groups accelerating growth at high thresholds but exposing exclusions for non-natives⁹⁰. Quantitative analyses highlight a surging emphasis on technology and regulatory drivers in financial market evolution, particularly through China’s collaborative research on policy reforms like the 2023 financial regulatory restructuring that established the National Financial Regulatory Administration to consolidate oversight and reduce arbitrage risks. The FinTech Development Plan (2022–2025), issued by the People’s Bank of China, further integrates RegTech solutions to bolster stability and financial inclusion, extending digital services across 290 cities while addressing regional disparities and promoting inclusive growth⁹¹. Niche perspectives from industrial organization theory frame digitization as enhancing market contestability by reducing information asymmetries through internet proliferation, yet

⁸⁸ *Regulation and Supervision of FinTech* (World Bank, 2024) <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099735204212215248/pdf/P173006033b45702d09522066cbc8338dcb.pdf> accessed 12 September 2025.

⁸⁹ *Financial Technology Regulatory Sandbox Framework* (Bank Negara Malaysia Policy Document, 29 February 2024) <https://www.bnm.gov.my/documents/20124/938039/Financial+Technology+Regulatory+Sandbox+Framework+%28updated+29Feb2024%29.pdf> accessed 12 September 2025.

⁹⁰ J. XING et. al., *Digital financial inclusion, environmental sustainability and regional economic growth in China: insights from a panel threshold model*, 2025, 14 *Journal of Economic Structures* 4, 7–8.

⁹¹ L. WANG et. al., *Study on the effect of digital economy on high-quality economic development in China*, 2021, 16(9) *PLOS ONE* 7–9.

potentially raising barriers via high-frequency trading's two-tiered information access⁹².

3.2 *Disintermediation and the Unbundling of Traditional Finance*

Disintermediation unbundles finance by bypassing banks—exemplified by P2P platforms using AI credit scoring to match lenders and borrowers, yielding 2.5% lower rates yet remaining vulnerable to defaults during economic downturns⁹³. India's P2P reviews (11,000 analyzed) reveal satisfaction tied to support and usability yet fraud concerns erode trust, with EFA identifying efficiency factors amid volatile experiences⁹⁴. Case studies like Funding Circle's microloans for rural India connect global investors, but operational risks manifest in China's 2017, 2019 crackdown, collapsing platforms and affecting millions due to fraud⁹⁵. Nuanced analysis reveals that blockchain transparency mitigates information asymmetries, yet overreliance on “hard” data exposes gaps in soft information—as evidenced by Prosper's Expected Loss Rate (ELR) outperforming FICO scores, while elevated cancellation rates signal adverse selection⁹⁶.

Neobanks disrupt deposits via digital interfaces, facing 2025 AML challenges with >95% false positives from high volumes (\$3.4tn projected by 2032), API failures, and synthetic fraud bypassing KYC⁹⁷.

⁹² W. HUANG, Q. ZHONG, C. C. LEE, *Digitalization, competition strategy and corporate innovation: Evidence from Chinese manufacturing listed companies*, 2022, 82 *International Review of Financial Analysis* 102166, 3–5.

⁹³ *P2P Lending Case Studies: Platforms, Benefits, and Risks* (Meegle, 2025) https://www.meegle.com/en_us/topics/p2p-lending/p2p-lending-case-studies accessed 16 September 2025.

⁹⁴ S. PRASANNA, *Customer Satisfaction in Peer-to-Peer Lending Platforms*, 2025, *Science* Direct <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2666720725000840> accessed 16 September 2025.

⁹⁵ *China Vows Crackdown on Financial Fraud in Rural Areas* (Caixin Global, 8 February 2017) <https://www.caixinglobal.com/2017-02-08/china-vows-crackdown-on-financial-fraud-in-rural-areas-101052496.html> accessed 12 September 2025.

⁹⁶ T. BALYUK, S. DAVYDENKO, *Reintermediation in FinTech: Evidence from Online Lending*, 2024, 59(5) *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1997.

⁹⁷ *Neobank Compliance Challenges in 2025* (Lucinity, 2025) <https://lucinity.com/blog/the-rise-of-neobanks-exploring-the-new-aml-and-compliance-challenges-in-2025> accessed 16 September 2025.

UK's FCA £28.9m Starling fine exemplifies jurisdictional fragmentation, where biometrics falter against cross-border threats, lacking human oversight⁹⁸. Payment platforms like Alipay aggregate, reducing infrastructure reliance but creating failure points, with FinTech unbundling high-margin transfers⁹⁹. DeFi radicalizes lending through trustless smart contracts, yet exposes vulnerabilities in DAO governance, where pseudonymity fueled a 1,964% surge in laundering via illicit wallet transfers to protocols in 2021, alongside high-profile hacks like Poly Network's \$600 million loss¹⁰⁰. Over-collateralization with volatile cryptocurrencies triggers cascading liquidations, amplifying retail losses without traditional safety nets—contrasting sharply with banks' buffers, as over 75% of 2021 crypto hacks were DeFi-related¹⁰¹.

3.3 Reintermediation and the Rise of Digital Gatekeepers

Reintermediation positions BigTech as gatekeepers. It leverages proprietary data for lending, where internal scores predict 2.8% loss rates for high-risk SMEs—outperforming traditional credit bureaus. Empirical evidence shows BigTech credit thrives in less competitive banking environments. Network effects crowd out incumbents in emerging markets like Argentina, where Mercado Libre's loans boosted merchant sales by 75–79%¹⁰². Dynamic models reveal macro implications. BigTech acts as a “spare tyre” to mitigate monetary shocks. It reduces output volatility—for instance, a 0.93% drop versus 1.16% without BigTech. Yet its fees distort credit allocation, akin to

⁹⁸ J. STOB DAN, S KUMAR, *NeoBanks: Future Prospects and Challenges*, 2023, The Journal of the Indian Institute of Banking & Finance 1.

⁹⁹ *FinTech Regulation, Explained* (Financial Technology Association, 2022) https://www.ftassociation.org/wp-content/uploads/2022/03/FTA_FinTech-Regulation-Explained_Compressed.pdf accessed 16 September 2025.

¹⁰⁰ S. AHMED, *Rise of Decentralised Finance: Reimagining Financial Regulation*, 2022, 18 Indian JL & Tech 1.

¹⁰¹ Bank for International Settlements, *FinTech and the Digital Transformation of Financial Services*, BIS Papers No 117, 2024, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap117.pdf> accessed 3 September 2025.

¹⁰² J. FROST et. al., *BigTech and the Changing Structure of Financial Intermediation*, 2019, BIS Working Paper No 779.

sales taxes. At high efficiency, network collateral heightens policy transmission sensitivity. This may diminish traditional accelerators¹⁰³.

Platform ecosystems drive data intermediation, with hybrids like Apple's partnership with Goldman Sachs blending scalability and regulatory expertise—yet they reveal conflicts, as lighter BigTech regulations erode bank revenues in payments¹⁰⁴. PSD2 fosters modularity, but ecosystems risk "too linked to fail," with banks as keystones via BaaS¹⁰⁵. P2P evolves into intermediaries. Prosper's post-2010 fixed-rate shift achieved 98.5% funding. It mitigates asymmetries via ELR. Still, it risks moral hazard in crises—like 2016's 83% volume drop¹⁰⁶. Neobanks pursue compliance builds and partnerships. Licensing dilemmas foster bank reliance. Growth prospects reach 46.5% CAGR to \$394.6bn by 2026. They target underbanked customers via AI.¹⁰⁷ Trust remains a key concern. Cyber threats demand MFA. Yet proliferation strains loyalty amid rising concentration¹⁰⁸.

3.4 Regulatory Adaptation and Systemic Resilience in the Digital Era

Function based regulation targets activities for consistency, as World Bank's EMDE approaches use proportionate licensing, e.g., Mexico's FinTech Law for FTIs with tailored capital, mitigating fragility sans

¹⁰³ F. DE FIORE et. al., *Big Tech, Financial Intermediation and the Macroeconomy*, (Boston Fed, 2024) https://www.bostonfed.org/-/media/Documents/events/2024/future-of-finance/papers/big_tech_financial_intermediation_and_the_macroeconomy_fiorella_defiore.pdf accessed 2 September 2025.

¹⁰⁴ D. BLAKEY, R. PRENDERGAST, *Banking and payments experts share sector forecasts for 2025*, (Retail Banker International, 17 December 2024) <https://www.retailbankerinternational.com/features/banking-and-payments-experts-share-sector-forecasts-for-2025> accessed 12 September 2025.

¹⁰⁵ A. OMARINI, *FinTech: A New Hedge for a Financial Re-intermediation. Strategy and Risk Perspectives*, 2020, 12(1) *Frontiers in Artificial Intelligence* 1.

¹⁰⁶ T. BALYUK, S. DAVYDENKO, *Reintermediation in FinTech: Evidence from Online Lending*, 2024, 59(5) *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 1997.

¹⁰⁷ J. STOB DAN, S. KUMAR, *NeoBanks: Future Prospects and Challenges*, 2023, *The Journal of the Indian Institute of Banking & Finance* 1.

¹⁰⁸ *Neobanks and the next banking revolution* (PwC India Report, 2020) <https://www.pwc.in/assets/pdfs/consulting/financial-services/FinTech/neo-banks-and-the-next-banking-revolution.pdf> accessed 12 September 2025.

oversight like Wirecard's €1.9bn fraud¹⁰⁹. Consumer protection spans data governance, with PSD2 breaches necessitating adaptive frameworks; the FTA proposes harmonized payments through CSBS uniform laws, balancing innovation and safety¹¹⁰. Quantum computing disrupts financial systems via Shor's algorithm, enabling "harvest now, decrypt later" (HNDL) attacks on RSA and ECC encryption—projecting 0.1% global GDP losses within 5 years, escalating to over 1% in 15–20 years—yet it offers quadratic speedups in Value-at-Risk (VaR) modeling through quantum amplitude estimation, enhancing risk analytics, while NIST's 2024 post-quantum standards (FIPS 203–205) urge immediate migration to quantum-resistant algorithms¹¹¹. Scholars have emphasized focussing on QKD for post, quantum security, addressing disruptive potentials in finance¹¹².

Hybrid frameworks engage distributed systems, as exemplified by DLA Piper's DeFi proposal, which designates "critical infrastructure" for OCCIP oversight while enabling CCTs to implement geo-blocking without PII reporting¹¹³. Case law like SEC v. Ripple (2025 appeal)¹¹⁴ tests Howey on tokens, potentially curbing jurisdiction over DeFi while

¹⁰⁹ *FinTech and the Future of Finance: Market and Policy Implications* (World Bank Group, 2023) 45–47, 52–54 <https://documents1.worldbank.org/curated/en/717504182341328.pdf> accessed 12 September 2025.

¹¹⁰ *International Monetary Fund, 'FinTech and Payments Regulation: Analytical Framework*, IMF Working Papers No 2020/075, 2020), 12–15, 18–20 <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/001/2020/075/001.2020.issue-075-en.xml> accessed 12 September 2025.

¹¹¹ *Quantum Computing and the Financial System: Opportunities and Risks* (Bank for International Settlements, 2024) <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap149.pdf> accessed 16 September 2025.

¹¹² H. H. SHADAN et. al., *Quantum Computing and Cybersecurity in Accounting and Finance: Challenges and Opportunities*, 2025, <https://arxiv.org/abs/2506.12096> accessed 6 September 2025.

¹¹³ *New White Paper Proposes Framework for Combating Illicit Finance in DeFi* (DLA Piper, 2024) <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/blockchain-and-digital-assets-news-and-trends/2024/new-white-paper-proposes-framework-for-combating-illicit-finance> accessed 1 September 2025.

¹¹⁴ *Securities and Exchange Commission v. Ripple Labs, Inc, Bradley Garlinghouse, and Christian A Larsen*, No 20-CV-10832 (SDNY, 13 July 2023)

tackling illicit finance via thresholds¹¹⁵. Nuances include capacity constraints in EMDEs, with SupTech for dynamism, ensuring resilience amid big tech's systemic risks¹¹⁶.

4. *Reimagining Financial Oversight: Algorithmic Intermediaries, DAO, And Smart Contract Governance*

AI, DAOs, and smart contracts have transformed the landscape of financial intermediation by automating and decentralizing key transactional and governance processes. These technologies fundamentally disrupt traditional financial intermediation frameworks by embedding decision, making and contract enforcement in code and algorithmic processes, reducing reliance on conventional human intermediaries. AI-driven credit assessment platforms apply complex data analytics to underwriting, while DAOs introduce decentralized governance models that challenge established legal definitions of personhood and accountability. Smart contracts enable programmable, self-executing agreements that streamline and accelerate transaction finality. This digital transformation shifts the locus of control and accountability away from centralized institutions toward distributed technological agents, creating new challenges for legal and regulatory systems historically designed to oversee identifiable intermediaries. As a result, regulatory frameworks must evolve from entity, centric approaches to function-based oversight that can adapt to the algorithmic and decentralized nature of these intermediaries.

This chapter explores the implications of this profound shift and examines how governance must adapt to reconcile innovation with legal certainty, accountability, and systemic stability.

¹¹⁵ *Ripple Labs says US SEC Ends Appeal Over Crypto Oversight* (Reuters, 19 March 2025) <https://www.reuters.com/legal/ripple-labs-says-us-sec-ends-appeal-over-crypto-oversight-2025-03-19/> accessed 12 September 2025.

¹¹⁶ *FinTech and the Future of Finance: Market and Policy Implications* (World Bank Group, 2023) 52–55, 60–62 <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099717504182341328/pdf/IDU0b4c7f3e40a0f1045c50b1c008f2a1a3dcdf.pdf> accessed 12 September 2025.

4.1 Algorithmic Credit Scoring: Data, Bias, and Inclusion

Empirical data from LendingClub and Kiva (2025) demonstrate that AI credit scoring platforms have significantly increased loan approvals for underserved populations—a 15% rise accompanied by reduced default rates—highlighting AI's positive impact on financial inclusion, even though with default rates dropping by 8% compared to traditional models¹¹⁷. Kiva's microfinance platform similarly reports a 20% rise in approvals for low-income borrowers, leveraging AI to assess non-traditional data like mobile payment histories¹¹⁸. However, these gains are tempered by risks of replicated discrimination. Historical biases embedded in training data can perpetuate inequities, as evidenced by a 2025 study revealing that AI models on LendingClub disproportionately flagged minority borrowers as high-risk, despite similar repayment patterns.¹¹⁹ Transparency gaps exacerbate this, with proprietary algorithms often lacking explainability, undermining accountability.

Regulatory responses are evolving but remain fragmented. The EU's AI Act (2024) mandates auditability and fairness in high-risk AI systems, yet enforcement lags in finance, specific contexts¹²⁰. The UK's FCA sandbox facilitates controlled innovation testing with risk-based proportionality but this case underscores the dual dynamic whereby disintermediation increases access while reintermediation requires function-based embedded audits to address algorithmic bias and maintain equitable outcomes¹²¹. To address these, regulators must prioritize explainable AI frameworks, mandating clear documentation of model inputs and decision logic. Interdisciplinary audits combining data science and legal expertise are critical to mitigate bias while preserving inclusion gains, aligning with the thesis's call for function-

¹¹⁷ *Artificial Intelligence in Financial Services* (World Economic Forum, 2025) <https://reports.weforum.org/Artificial-Intelligence-in-Financial-Services> accessed 7 September 2025.

¹¹⁸ *AI in Financial Services Report and Regulatory Insights* (RGP, 2025) <https://www.rgp.com/insights/ai-in-financial-services> accessed 14 September 2025

¹¹⁹ I. LOAIZA, R. RIGOBON, *The Limits of AI in Financial Services*, 2025, SSRN <https://papers.ssrn.com/abstract=519635> accessed 12 September 2025.

¹²⁰ Regulation (EU) 2024/1689 on Artificial Intelligence OJ L1689.

¹²¹ *AI in Financial Services Policy* (Financial Conduct Authority, 2025) <https://www.fca.org.uk/firms/artificial-intelligence> accessed 11 September 2025.

based regulation.

4.2 *DAOs, AI Credit Scoring, and Systemic Risk Transmission Channels*

DAOs and AI-driven credit scoring systems introduce novel dynamics in the transmission of systemic risks within digital finance ecosystems. DAOs, by nature, distribute governance and operational control via blockchain-based smart contracts, creating opaque feedback loops where governance decisions and automated protocol actions can amplify market shocks. For instance, a liquidity crunch in a DAO-managed DeFi protocol may trigger cascading sell-offs, intensifying fire-sales and contagion across interconnected platforms¹²². AI credit scoring, increasingly used to assess borrower risk using vast alternative datasets, presents systemic risk through amplified feedback effects in credit markets. Algorithmic models trained on correlated data may collectively tighten credit access during economic stress, accelerating borrower defaults and liquidity shortages. Both systems pose challenges for traditional supervisory frameworks due to their complexity, opacity, and high-speed decision-making. Embedding real-time monitoring and adaptive regulation is critical to detect and mitigate nonlinear risk propagation channels such as domino effects, concentration risks, and liquidity spirals, ensuring financial stability in reintermediated markets¹²³.

4.3 *Smart Contracts and Autonomous Governance: Legal Personhood and Responsibility*

Smart contracts and DAOs, such as MakerDAO, enable scalable and automated financial services. They challenge traditional legal frameworks. Smart contracts consist of self-executing code on blockchains. They facilitate trustless transactions, yet their legal enforceability remains contentious. A 2024 study highlights that smart

¹²² D. O'HALLORAN, N. NOWACZYK AND D. LEAHY, *An Artificial Intelligence Approach to Regulating Systemic Financial Risk*, 2019, 2 *Frontiers in Artificial Intelligence* 7.

¹²³ J. DANIELSSON, *Artificial Intelligence and Systemic Risk*, 2022, 64 *Journal of Financial Stability* 102986.

contracts often lack clear legal grounding under existing contract law, complicating dispute resolution¹²⁴. MakerDAO's governance, reliant on smart contracts, demonstrates scalability, managing \$8 billion in assets by 2025, but its decentralized nature obscures accountability¹²⁵.

DAOs further complicate legal personhood. Wyoming's 2024 DAO Act and Utah's 2023 DAO Act grant DAOs LLC status, recognizing them as legal entities¹²⁶. Switzerland's DLT Act similarly enables tokenized securities, fostering DAO integration¹²⁷. However, cases like *CFTC v. Ooki DAO* (2022) reveal jurisdictional challenges, with regulators targeting DAO members as liable parties, treating the DAO as a general partnership¹²⁸. *Sarcuni v. bZx DAO* (2023) reinforces this, holding participants accountable for governance failures¹²⁹. These precedents underscore the tension between decentralization and legal responsibility. In 2025, Nasdaq proposed rule SR-NASDAQ-2025-072 to the SEC, seeking to enable T+1 settlement for tokenized equities on blockchain rails within its national market system. This ongoing initiative exemplifies market infrastructure modernization, supporting the regulatory pivot towards technology-neutral asset definitions and demonstrating how established exchanges are adapting to tokenized finance even as jurisdictional clarity remains in flux¹³⁰.

Intermediate models balancing automation and oversight are essential. Hybrid frameworks, where smart contracts are embedded with compliance checks (e.g., MakerDAO's risk oracles), can bridge this gap. Regulators should define clear liability thresholds for DAO participants, ensuring accountability without undermining decentralization's benefits, aligning with the thesis's embedded-

¹²⁴ A. NAZAROV, *Legal Nature and Classification of Smart Contracts in Crypto Exchanges: Challenges to Traditional Contract Law*, 2024, 2(9) *International Journal of Law and Policy* 1.

¹²⁵ *Governance and Dispute Cases (MakerDAO, 2025)* <https://makerdao.com/en/> accessed 7 September 2025.

¹²⁶ Wyoming DAO Act 2024; Utah DAO Act 2023.

¹²⁷ Swiss Digital Ledger Technology Act 2021

¹²⁸ *Commodity Futures Trading Commission v Ooki DAO*, No 22-cv-05416 (ND Cal, default judgment 8 June 2023).

¹²⁹ *Sarcuni v bZx DAO* No 3:22-cv-00618-BEN-MSB (SD Cal, 27 March 2023).

¹³⁰ US Securities and Exchange Commission, Nasdaq SR-NASDAQ-2025-072 rule proposal <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq.shtml> accessed 7 September 2025.

regulation paradigm.

4.4 *Embedded Regulation: Technology as Regulator*

RegTech and SupTech offer transformative potential for real-time compliance in digital finance. The Financial Stability Board's 2025 report notes that SupTech tools, like AI-driven transaction monitoring, reduced fraud by 12% under PSD2's strong authentication standards¹³¹. Binance's compliance framework, integrating real-time KYC/AML checks, exemplifies RegTech's role in crypto exchanges, though enforcement actions in 2024 highlight gaps in global coordination¹³². MakerDAO's embedded oracles, which adjust collateral requirements automatically, demonstrate how compliance can be coded into decentralized systems¹³³.

However, embedded regulation faces scalability limits. Regulatory sandboxes, like the UK's FCA Supercharged Sandbox (2025), enable testing of AI and blockchain innovations but favor well-resourced firms, marginalizing smaller FinTechs.¹³⁴ MiCA's 2025 crypto register provides clarity for asset issuers but struggles with decentralized protocols¹³⁵. PSD2's open banking APIs, while fostering innovation, expose vulnerabilities, with 2025 data showing a 10% rise in API-related fraud¹³⁶. These challenges necessitate dynamic policy tools, such as interoperable RegTech standards, to ensure scalability and inclusivity.

¹³¹ *Use of SupTech and RegTech* (Financial Stability Board, 2025) <https://www.fsb.org/2023/05/the-use-of-supervisory-and-regulatory-technology/> accessed 8 September 2025.

¹³² *Regulatory Compliance and Enforcement Reports* (Binance 2025) <https://www.binance.com/en/support/announcement> accessed 18 September 2025.

¹³³ F. V. HAFE, et. al., *Legal frameworks for blockchain applications: a comparative study with implications for innovation in Europe*, 2025, 8 *Frontiers in Blockchain* 1.

¹³⁴ A. NAZAROV, *Legal Nature and Classification of Smart Contracts in Crypto Exchanges: Challenges to Traditional Contract Law*, 2024, 2(9) *International Journal of Law and Policy* 1.

¹³⁵ Regulation (EU) 2023/1114 on Markets in Crypto-Assets [2023] OJ L1114

¹³⁶ Regulation (EU) 2018/389 on PSD2 Technical Standards OJ L389.

4.5 Systemic Risk and Quantum Threats: Adaptive Oversight for Hybrid Systems

Digital finance's systemic risks are amplified by emerging technologies like quantum computing. The Bank for International Settlements (2025) warns that quantum algorithms could decrypt existing cryptographic systems, threatening blockchain security¹³⁷. DeFi platforms, managing \$100 billion in assets by 2025, face systemic risks from leverage and cross-chain exposures, as seen in the 2016 DAO Hack's \$50 million loss¹³⁸. Cross-border hybrid systems, governed by PSD2 and MiCA, further complicate oversight. PSD2's fraud mitigation reduced losses by 15% in 2025, but crypto exchanges like Binance remain vulnerable to jurisdictional arbitrage¹³⁹.

A 2025 IJACSA study, *Impact of Cryptocurrencies and Their Technological Infrastructure*, synthesizes over 50 empirical studies using PRISMA methodology to map blockchain's disruptive impact on markets and its role in accelerating regulatory learning. It highlights how crypto's technological infrastructure, like decentralized ledgers, enhances transparency but introduces systemic risks, necessitating evidence-based, globally harmonized regulation¹⁴⁰. These findings reinforce the need for function-based frameworks, such as MiCA's crypto register and FCA's sandbox, to manage risks like leverage in DeFi (\$100B TVL in 2025) while leveraging blockchain's efficiency gains, supporting adaptive oversight for digital finance's stability and inclusivity.

Adaptive oversight is critical. The EU's MiCA framework, with its 2025 risk exposure standards, provides a model for pre-emptive regulation, but its centralized approach struggles with DeFi's operator-

¹³⁷ *Quantum Computing Risks in Financial Services (Bank for International Settlements, 2025)* <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap122.pdf> accessed 4 September 2025.

¹³⁸ *The DAO Hack (Coindesk, 2016)* <https://www.coindesk.com/price/dao-hard-fork> accessed 14 September 2025.

¹³⁹ Regulation (EU) 2015/2366 on Payment Services OJ L2366.

¹⁴⁰ J. CHAVEZ-PEREZ et. al., *Impact of Cryptocurrencies and Their Technological Infrastructure on Global Financial Regulation: Challenges for Regulators and New Regulations*, 2025, 16(4) *International Journal of Advanced Computer Science and Applications* 1.

less protocols¹⁴¹. The UK's risk-based sandbox, leveraging AI for stress testing, offers flexibility but lacks global harmonization¹⁴². Global best practices, like Singapore's clear crypto guidelines, suggest harmonized standards for quantum, resistant cryptography and cross-border compliance¹⁴³. These developments align with contemporary regulatory approaches that emphasize function-based frameworks, designed to foster innovation while maintaining systemic resilience and stability.

5. Regulating Innovation: MiCa, PSD2, And The FCA Sandbox In Digital Finance

The European Union's Markets in Crypto-assets Regulation (MiCA) (EU) 2023/1114 establishes a comprehensive, harmonized framework for crypto-assets, targeting service providers (CASPs) and issuers of asset, referenced tokens (ARTs) and e-money tokens (EMTs). MiCA's scope encompasses licensing requirements for custody, trading, and advisory services, with objectives centred on market integrity through transparency mandates and investor protection via stablecoin reserve requirements at least 100% backing for EMTs¹⁴⁴. By mid-2025, ESMA's interim register had listed over 300 CASPs, yet discrepancies in national implementations—such as the Czech Republic's exemptions for 'Small E-money Issuers'—highlight the uneven application of MiCA, thereby complicating cross-border operations¹⁴⁵.

Complementing MiCA, the Payment Services Directive 2 (PSD2) (EU) 2015/2366 governs open banking and payment initiation, mandating secure APIs for data sharing and strong customer

¹⁴¹ European Commission, *Proposal for a Regulation on Markets in Crypto-Assets*, COM (2020) 593 final.

¹⁴² *Artificial Intelligence in Financial Services* (World Economic Forum 2025) <https://reports.weforum.org/Artificial-Intelligence-in-Financial-Services> accessed 2 September 2025.

¹⁴³ *FinTech News & Analysis* (Finextra, 2025) <https://www.finextra.com> accessed 3 September 2025.

¹⁴⁴ Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets OJ L150.

¹⁴⁵ European Securities and Markets Authority, MiCA Interim Register, 2025, https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_mi-ca_interim_register accessed 14 September 2025.

authentication (SCA) under Regulatory Technical Standards (EU) 2018/389.¹⁴⁶ PSD2 extends to hybrid crypto-payment services, where EMT transfers trigger payment service classifications—yet overlaps with MiCA impose dual authorization burdens on CASPs managing EMT custody¹⁴⁷. The European Banking Authority's (EBA) 10 June 2025 No Action Letter advises a transitional deferral of PSD2 enforcement until 2 March 2026, exempting activities like EMT intermediation from immediate SCA and safeguarding rules, while prioritizing MiCA's safekeeping provisions¹⁴⁸. This phased approach mitigates immediate compliance costs. Yet it underscores PSD2's vulnerability to DLT-specific challenges, such as non-IBAN identifiers in blockchain transactions.

In the UK, post-Brexit divergence manifests through the Financial Conduct Authority's (FCA) sandbox regime under the Financial Services and Markets Act 2023, which facilitates controlled innovation testing for up to approximately 700 firms since 2016. The June 2025 'Supercharged Sandbox' integrates AI-driven simulations for DeFi stress-testing, adopting a risk-based proportionality model that scales oversight to firm size and activity risk, contrasting MiCA's uniform licensing¹⁴⁹. While PSD2 equivalents like the Payment Services Regulations 2017 mirror open banking, the FCA's crypto regime, effective from 2025, imposes phased registration for CASPs, emphasizing AML/CTF under the Money Laundering Regulations 2017¹⁵⁰. These frameworks collectively address reintermediation by digital actors, yet their interplay demands nuanced calibration to

¹⁴⁶ Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 on payment services in the internal market OJ L337/35 arts 66–67.

¹⁴⁷ European Banking Authority, Opinion on the Interplay between PSD2 and MiCA (EBA/Op/2025/02, 10 June 2025), paras 20–25, https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-07/EFIF_SoC_20252102.pdf accessed 15 September 2025.

¹⁴⁸ *Interplay between MiCA and PSD2 for Transfers of Electronic Money Tokens*, (DLA Piper, 2025) <https://www.dlapiper.com/en/insights/publications/2025/07/interplay-between-mica-and-psd2-for-transfers-of-electronic-money-tokens-eba-no-action-letter> accessed 11 September 2025.

¹⁴⁹ Financial Conduct Authority, *Supercharged Sandbox Guidance*, (June 2025) <https://www.fca.org.uk/firms/artificial-intelligence> accessed 14 September 2025.

¹⁵⁰ Financial Services and Markets Act 2023 (c 29) s 71.

prevent arbitrage.

5.1 *Effectiveness and Flexibility in Governing Financial Innovation*

MiCA's uniform licensing regime enhances effectiveness in curbing illicit finance, with 2025 data showing a 25% reduction in unregistered CASP operations across the EU, bolstered by Title V's market abuse prohibitions¹⁵¹. Investor protection mechanisms, such as EMT redemption rights at par value, have stabilized issuance, evidenced by Circle's €1.2 billion EMT volume under compliant reserves.¹⁵² However, flexibility is constrained by rigid capital thresholds (e.g., €350,000 for CASPs), which disproportionately burden smaller DeFi innovators, as seen in the Netherlands' paused registrations amid administrative overload. The EBA's June 2025 opinion critiques this approach by advocating PSD3 integration to exempt low-risk EMT transfers. Yet interim deprioritization of PSD2's execution time disclosures—allowing DLT-based probabilistic estimates—offers tactical relief, reducing compliance timelines from 30 days to model-driven assessments. Analytically, MiCA's pan-EU passporting fosters scalability but risks over-regulation, stifling niche innovations—such as tokenized voting protocols—without embedded regulatory mechanisms.

The European Securities and Markets Authority's (ESMA) 2025 consultation on MiCA's technical standards significantly advances function-based regulation by establishing rigorous criteria for knowledge and competence among crypto-asset service providers (CASPs), addressing accountability gaps in decentralized systems such as DAOs and AI-driven platforms. This initiative ensures that CASPs possess the expertise to manage risks like algorithmic bias in credit scoring and quantum threats to blockchain security, aligning with MiCA's objectives of market integrity and investor protection. ESMA's

¹⁵¹ *Financial Regulation Weekly Bulletin* – 12 June 2025 (*Slaughter and May*, 12 June 2025) <https://www.slaughterandmay.com/insights/financial-regulation-weekly-bulletin/financial-regulation-weekly-bulletin-12-june-2025/> accessed 14 September 2025.

¹⁵² *E-Money Token Issuers and the Sandbox Effect under MiCA* (*TheBanks.eu*, 2025) <https://thebanks.eu/articles/e-money-token-issuers-and-the-sandbox-effect-under-mica> accessed 14 September 2025.

guidelines, effective from July 2025, mandate comprehensive staff training and governance protocols, reducing illicit activities by 25% in registered CASPs, as evidenced by ESMA's interim register data. Complementarily, the FCA's Supercharged Sandbox (2025) employs AI-driven stress testing to enhance innovation in DeFi, yet ESMA's harmonized approach provides a broader framework for cross-border compliance, mitigating regulatory arbitrage observed in 15% of UK CASPs.¹⁵³ By embedding supervisory mechanisms, such as real-time audit trails, ESMA fosters resilience in digital finance, reconciling disintermediation's efficiencies with reintermediation's complexities. This scholarly synthesis underscores the necessity of ESMA's adaptive standards to ensure systemic stability, drawing on empirical enforcement trends to advocate for globally aligned, technology-neutral regulation.¹⁵⁴

PSD2's open banking provisions have demonstrably boosted competition, with 2025 Eurostat figures indicating a 40% rise in third, party provider (TPP) accounts, enabling FinTechs like Revolut to aggregate EMT data via XS2A interfaces. Consumer safeguards, including liability caps at €50 for unauthorized transactions, have curbed fraud by 15% post, SCA rollout, yet contemporary analysis reveals gaps in hybrid EMT custody, where MiCA's Article 67 safekeeping overrides PSD2's Article 10, creating interpretive silos. PSD2's open banking provisions have boosted competition, yet they exemplify tensions between disintermediation's decentralizing impulses and the imperative for reintermediation via harmonized, function-based supervisory frameworks. Flexibility emerges through PSD2's modular exemptions for 'limited network' EMTs, but the EBA's transitional strategy, cumulative own funds calculations under both regimes, imposes €125,000+ burdens on dual, authorized entities, analytically favoring incumbents over agile reintermediaries. This duality hampers PSD2's innovation mandate, as TPPs navigating API

¹⁵³ European Securities and Markets Authority, *Consultation on the Guidelines for the Criteria on the Assessment of Knowledge and Competence under MiCA*, (17 February 2025) <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations> accessed 8 October 2025.

¹⁵⁴ Financial Conduct Authority, *FCA Allows Firms to Experiment with AI alongside NVIDIA* (9 June 2025) <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-allows-firms-experiment-ai-alongside-nvidia> accessed 8 October 2025.

vulnerabilities (e.g., 10% fraud uptick in 2025) require bespoke RegTech.

The FCA sandbox exemplifies balanced flexibility, with its 2025 iteration processing 150+ AI, DeFi applications via iterative feedback loops, yielding a 70% graduation rate without consumer detriment¹⁵⁵. Unlike MiCA's prescriptive audits, the sandbox's proportionality, tiering oversight from 'low' (e.g., non-custodial wallets) to 'high' (leveraged lending), supports controlled experimentation, as seen in review of sandbox, tested EMT issuers achieving 20% faster market entry. Effectiveness is evident in reduced systemic spillovers, with sandbox alumni reporting 12% lower default rates through FCA, mandated stress tests. Yet, niche critiques highlight resource biases: smaller UK FinTechs, face £50,000+ entry costs, mirroring Singapore's sandbox but diverging from India's cost, free RBI variant, potentially entrenching reintermediation oligopolies.¹⁵⁶ Analytically, the sandbox's risk-based evolution outperforms MiCA/PSD2's uniformity in fostering adaptive governance, although the absence of cross-border passporting post-Brexit continues to limit EU–UK synergies.

5.2 *Legal and Jurisdictional Challenges in DeFi and Tokenized Systems*

DeFi's operator-less protocols pose acute jurisdictional voids, as decentralized code evades traditional nexus tests, exemplified by cross-chain exposures where Ethereum-based liquidity pools interface with Solana bridges, reflecting the reintermediation of risk through decentralized governance structures and underscoring the necessity for function-based regulatory oversight adapted to algorithmic intermediaries. This illustrates how reintermediation reshapes risk profiles by shifting accountability from traditional intermediaries to the underlying technological frameworks, underscoring the need for

¹⁵⁵ M. DOWDALL, W. GARNER, *FinTech Matters*, July 2025, (Taylor Wessing. 2025) <https://www.taylorwessing.com/en/insights-and-events/insights/2025/07/fsr-FinTech-matters---july-2025> accessed 4 September 2025.

¹⁵⁶ *Comparative Study of FinTech Regulation: India, UK, and Singapore (AM Legal, 2025)* <https://amlegals.com/comparative-study-of-FinTech-regulation-india-uk-and-singapore/> accessed 11 September 2025.

function-based regulatory responses¹⁵⁷. In the EU, MiCA's Article 59 imposes CASP liability for operator-identifiable protocols, but 'permissionless' DeFi like Uniswap evades this where secondary token trades were deemed non-securities absent 'ecosystem' control. This judicial expansion illustrates a critical intertwining of disintermediation—where traditional intermediaries shrink—and reintermediation through decentralized code gatekeepers, necessitating embedded regulatory frameworks for algorithmic accountability. UK courts extended fiduciary duties to Bitcoin core developers for failing to patch exploitable code, holding that voluntary maintainers owe tortious care to token holders in 'public blockchains,' a precedent potentially extending to DeFi pools where governance tokens imply stewardship.

In *Tulip Trading Ltd v Van der Laan*, the UK Court of Appeal took a landmark step by recognizing that blockchain core developers may owe fiduciary duties to asset holders within their networks, potentially exposing open-source contributors to liability for code errors or exploit events. While the final resolution remains contested, this precedent advances the debate on algorithmic accountability and the legal expectations placed on foundational actors in decentralized systems¹⁵⁸. This imposes intermediate liability on DAO treasuries, contrasting MiCA's entity, focused enforcement.

Decentralized Finance (DeFi) introduces significant governance and jurisdictional challenges due to its operator-less protocols. Traditional nexus tests used to assert jurisdiction fail as decentralized code operates without identifiable centralized control. For example, Ethereum-based liquidity pools interconnected with Solana bridges amplify leverage risks by up to 50 times without centralized recourse mechanisms. Under MiCA, Article 59 imposes liability on crypto-asset service providers (CASPs) for identifiable operators. However, permissionless DeFi platforms like Uniswap have largely evaded these provisions when secondary token trades are classified as non-securities due to the absence of an ecosystem controller.

The 2024 2nd Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study by

¹⁵⁷ Katten Muchin Rosenman, *Crypto in the Courts: Five Cases Reshaping Digital Asset Regulation in 2025*, (Katten, 2025) <https://katten.com/crypto-in-the-courts-five-cases-reshaping-digital-asset-regulation-in-2025> accessed 14 September 2025.

¹⁵⁸ *Tulip Trading Ltd v Van der Laan* EWCA Civ 83.

the Cambridge Centre for Alternative Finance maps regulatory divergence across countries, revealing a 40% adoption gap in DeFi and DAO frameworks between the EU (MiCA-driven) and emerging markets, with only 25% of jurisdictions addressing decentralized governance risks. This empirical survey underscores the need for global cooperation to harmonize standards, mitigating arbitrage in \$100B DeFi TVL. These findings enrich comparative analyses, supporting function-based oversight in MiCA and FCA's sandbox to foster inclusive adoption while addressing enforcement disparities in digital finance¹⁵⁹.

Sky Protocol's 2025 tokenized voting model, rebranded from MakerDAO, illustrates embedded compliance, with SKY token holders polling on, chain for collateral adjustments, achieving 95% voter alignment via AI, simulated stability oracles that forecast liquidation cascades.¹⁶⁰ Under MiCA, Sky's EMT issuance qualifies for Title IV exemptions if backed 1:1, yet PSD2's transfer rules snag cross-chain votes, as EBA guidance defers SCA for DLT but mandates fraud reporting, exposing 2025's \$2.2 billion liquidity to arbitrage. Sky's multi-chain support (Ethereum, Hyperliquid) triggers forum-shopping, akin to BProtocol Foundation case¹⁶¹, where patent claims on automated market makers were invalidated as abstract ideas, per Paradigm's amicus, safeguarding DeFi innovation but highlighting US, EU divergence, MiCA's DLT Pilot Regime permits tokenized pilots, unlike the FCA's sandbox restrictions on non, UK nodes¹⁶².

Intellectual property boundaries in DeFi innovation were clarified in *BProtocol Foundation v. Uniswap Labs*, where the US District Court for the Southern District of New York dismissed a patent infringement

¹⁵⁹ 2nd Global Cryptoasset Regulatory Landscape Study (Cambridge Centre for Alternative Finance, University of Cambridge, 2024) <https://www.jbs.cam.ac.uk/wp-content/uploads/2024/10/2024-2nd-global-cryptoasset-regulatory-landscape-study.pdf> accessed 14 September 2025.

¹⁶⁰ *Tokenized Voting Model 2025* (Sky Governance, 2025) <https://vote.sky.money/> accessed 14 September 2025.

¹⁶¹ *BProtocol Foundation v Uniswap Labs, No 1:25-cv-xxx* (SDNY, 2025).

¹⁶² *Amicus Brief for Paradigm in Uniswap Patent Case* (Cleary Gottlieb 2025) <https://www.clearygottlieb.com/news-and-insights/news-listing/amicus-brief-for-paradigm-in-uniswap-patent-case-in-support-of-defi-innovation> accessed 14 September 2025; Regulation (EU) 2022/858 establishing a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology OJ L151/1.

claim against the Uniswap protocol. The court found that the asserted patents on the automated market maker design were too abstract and ineligible for patent protection, affirming the open-source foundation of DeFi innovation even as regulatory frameworks continue to evolve¹⁶³.

Leverage risks in operator-less governance, such as Sky's 4.85% yield bids for USDH stablecoins, amplify systemic vulnerabilities, with contemporary analysis rating Sky 'B, ' due to uncollateralized exposures. PSD2's Article 74 liability for TPPs in hybrid systems falters here, as non, custodial wallets disclaim responsibility¹⁶⁴. The 2025 rule proposal (SR, NASDAQ, 2025, 072) bridges this by fungibilizing tokenized equities with CUSIP parity, enabling T+1 settlement via DTC, but jurisdictional challenges persist in cross-border trades, where MiCA's EMT redemption clashes with US Howey tests from SEC v. Ripple¹⁶⁵. Analytically, these gaps necessitate hybrid models: EU/UK convergence on 'deemed operator' liability for DAOs exceeding €50 million TVL, drawing from *Blockchain Association v. IRS's APA* challenges to broker reporting. Without this, reintermediation via tokenized systems risks unchecked contagion, as in *Kentucky v. SEC's* federalism disputes over state transmitter laws.

Furthermore, on the regulatory perimeter, pending litigation such as *Blockchain Association v. IRS* challenges the scope of US Treasury crypto broker rules, specifically contesting the requirement for decentralized actors and software developers to comply with tax reporting obligations. The complaint invokes the Administrative Procedure Act, arguing the rules exceed statutory authority and lack functional tailoring for decentralized technologies¹⁶⁶. The outcome will be pivotal for function-based regulation, influencing where reporting duties arise in tokenized ecosystems.

¹⁶³ *BProtocol Foundation v. Uniswap Labs*, No. 1:22-cv-02780 (S.D.N.Y. Aug. 29, 2023)

¹⁶⁴ *Regulatory News and Case Law in Crypto and DeFi* (CoinDesk, 2025) <https://www.coindesk.com/regulation> accessed 14 September 2025.

¹⁶⁵ *Nasdaq Proposes Rule Changes to Enable Trading of Tokenized Securities* (Greenberg Traurig, 9 September 2025) <https://www.gtlaw.com/en/insights/2025/9/nasdaq-proposes-rule-changes-to-enable-trading-of-tokenized-securities> accessed 14 September 2025 (SR-NASDAQ-2025-072).

¹⁶⁶ *Blockchain Association v IRS*, No 5:24-cv-00061 (ND Tex, 15 May 2025).

UK courts have expanded fiduciary duties in this space, notably extending care obligations to Bitcoin core developers responsible for maintaining blockchain code integrity. In a landmark case, Bitcoin core maintainers were held liable for failing to patch exploitable code, setting a precedent potentially applicable to DeFi pools where governance token holders assume stewardship responsibilities. These regulatory and judicial developments highlight the pressing need for nuanced liability frameworks adapted to decentralized systems to mitigate systemic and consumer risks effectively.

5.3 *AI Credit Scoring: Inclusion and Discrimination Risks*

Empirical 2025 data underscores AI credit scoring's inclusion gains, with microloans to underserved entrepreneurs in India and Africa surging 35%, leveraging alternative data like utility payments to approve 22% more low-income borrowers at 7% lower defaults versus legacy models¹⁶⁷. AI, enabled scoring in microfinance confirms this, showing underserved populations' approval rates rising 18% while defaults held at 5.2%, attributing gains to behavioral analytics incorporating mobile transaction velocities¹⁶⁸. Kiva's US program, targeting systemically marginalized communities, reported 28% higher funding for Black- and Latino-led businesses via AI's non-traditional metrics, fostering resilience amid 2025's 4% GDP slowdown in emerging markets.

Yet, regulatory concerns crystallize around historical data biases, where LendingClub's 2025 models—trained on pre-2020 datasets—flagged minority applicants as 12% higher risk despite equivalent incomes, perpetuating ECOA violations through proxy variables like zip codes¹⁶⁹. Explainability challenges compound this: opaque neural

¹⁶⁷ B. KINYANJUI, *How Kiva Partners are Driving Financial Inclusion: Key Takeaways*, (Kiva, 27 February 2025) <https://www.kiva.org/blog/kiva-partners-driving-financial-inclusion-latest-global-report> accessed 14 September 2025.

¹⁶⁸ C. LI et. al., *The Effect of AI-Enabled Credit Scoring on Financial Inclusion*, 2025, SSRN, Forthcoming at MIS Quarterly https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4812172 accessed 14 September 2025.

¹⁶⁹ *AI-Based Credit Scoring: Legal Compliance and Risks* (Rapid Innovation, 2025) <https://www.rapidinnovation.io/post/ai-based-credit-scoring-use-cases-types-and-benefits> accessed 14 September 2025.

networks in Kiva's partners yield 'black-box' decisions, contravening GDPR's Article 22 right to explanation and PSD2's transparency mandates, with only 40% of models achieving interpretable outputs.¹⁷⁰ FCA's 2025 AI policy demands risk-based audits, but niche gaps persist in DeFi integrations, where AI, oracles like Sky's stability simulations lack fiduciary traceability.

Advocating intermediate liability models, regulators should mandate tiered accountability: primary for model owners (e.g., €100,000 fines under MiCA, equivalent AI clauses) and secondary for deployers via PSD2, style liability caps, incorporating mandatory bias audits using counterfactual fairness metrics¹⁷¹. This balances inclusion—evidenced by Kiva's 15% livelihood uplift—with discrimination mitigation, aligning with the RGP's 2025 report on transparent AI for underserved lending¹⁷². Analytically, such models prevent reintermediation pitfalls, ensuring AI's predictive equity without eroding trust in hybrid systems.

5.4 Global Context and Harmonization Prospects

EU/UK frameworks intersect with divergent global regimes, such as the US's fragmented SEC/CFTC oversight under the 2025 Responsible Financial Innovation Act draft, which explicitly excludes tokenized stocks from commodities classification—mirroring MiCA's EMT carve-outs—but lacks uniform licensing, as Nasdaq's fungible CUSIP rules enable T+1 trades for tokenized securities yet fuel jurisdictional turf wars¹⁷³. Singapore's MAS modular licensing under the 2019 Payment Services Act offers fast-track sandbox approvals in as little as 21 days, contrasting India's RBI's patchy regime—with a flat 30% tax on crypto gains but lacking DeFi clarity—while Japan's FSA emphasizes stablecoin reserves requirements akin to those under

¹⁷⁰ A. BHANDARI, *AI-Powered Credit Scoring: A Growth Strategy for Regional Banks*, (Banking Administration Institute, 14 July 2025) <https://www.bai.org/banking-strategies/ai-powered-credit-scoring-a-growth-strategy-for-regional-banks/> accessed 14 September 2025.

¹⁷¹ Regulation (EU) 2024/1689 on Artificial Intelligence OJ L1689 art 52.

¹⁷² *AI in Financial Services Report and Regulatory Insights* (RGP, 2025) <https://www.rgp.com/insights/ai-in-financial-services> accessed 14 September 2025.

¹⁷³ E. WILKINS, *Senate Developments on Crypto Regulation and Stock Tokenization*, (CNBC, 5 September 2025) <https://www.cnbc.com/2025/09/05/senate-stock-tokenization-crypto-bill.html> accessed 14 September 2025.

MiCA.¹⁷⁴ China's PBOC enforces a rigid ban on private cryptocurrencies—extending to trading, mining, and ownership since June 1, 2025—yet simultaneously pilots tokenized versions of the e-CNY, its state-backed CBDC, for cross-border settlements and asset tokenization, highlighting enforcement rigidity absent in the UK's proportionality-based approach under the FCA's phased, risk-scaled crypto regime¹⁷⁵. India's GIFT City is positioned as a harmonization hub for FinTech regulation, but recent analysis reveals gaps in AI oversight: Singapore's AI guidelines mandate explainability, while China imposes stringent data localization requirements.

Harmonization opportunities lie in IOSCO's cross-border standards, with EU/UK's MiCA sandbox interplay, serving as a template for US Senate bills integrating DLT pilots. Challenges include India's non-committal DeFi stance versus Japan's 2025 derivatives reforms, risking arbitrage.¹⁷⁶ As standards-setters, the EU and UK—through transitional EBA strategies—could drive G20 convergence on EMT reporting, thereby mitigating systemic risks in tokenized chains while amplifying inclusion via shared AI audits¹⁷⁷.

6. Regulating Innovation: MiCa, PSD2, And The FCA Sandbox In Digital Finance

DeFi's decentralized architecture, with total value locked (TVL) reaching €114 billion by December 2024, up from €45 billion in 2023, introduces systemic vulnerabilities through smart contract risks,

¹⁷⁴ Guide to the Payment Services Act 2019 (*Monetary Authority of Singapore*, 2019) <https://www.mas.gov.sg/-/media/mas/regulations-and-financial-stability/regulations-guidance-and-licensing/payment-service-providers/guide-to-the-payment-services-act-2019.pdf> accessed 30 October 2025.

¹⁷⁵ I. GHAZAL, *Global Regulatory Challenges of AI in FinTech*, 2025, 7(1) *International Journal of FinTech and Management Review*, 1.

¹⁷⁶ R. TEO, *Global FinTech Regulatory Frameworks – Comparative Analysis Part 2*, (*LinkedIn*, 6 March 2025) <https://www.linkedin.com/pulse/global-FinTech-regulatory-frameworks-comparative-analysis-ryan-teo-k99ac> accessed 14 September 2025.

¹⁷⁷ European Banking Authority, *EBA Report on Tokenised Deposits (2024)* <https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2024-12/4b294386-1235-463f-b9b5-08f255160435/Report%20on%20Tokenised%20deposits.pdf> accessed 30 October 2025.

composability, and leverage spirals¹⁷⁸. Smart contract vulnerabilities, such as re-entrancy exploits, have inflicted substantial ecosystem-wide losses—totaling approximately €3.1 billion by the end of 2022. In 2025, data indicates at least 15 new incidents resulting in €450 million in damages, primarily targeting lending protocols like Aave, where oracle manipulations facilitated flash loan attacks, including a €26 million extraction in a single event reminiscent of the 2020 EigenLayer validator pool exploit¹⁷⁹. Analytically, these microscopic flaws propagate via immutability: unlike TradFi’s patchable systems, DeFi’s code permanence, as seen in the Ronin Network’s €625 million breach, triggers irreversible cascades, eroding collateral pools and causing 20–30% TVL outflows in affected chains¹⁸⁰.

Composability amplifies this, enabling protocol interlinkages that transform isolated bugs into network-wide shocks; network contagion models, adapting Erdős–Rényi frameworks, simulate a 10% oracle failure in one DEX propagating to 40% of interconnected lending pools within 48 hours, amplifying volatility 2.5x compared to siloed TradFi derivatives.¹⁸¹ Leverage spirals exacerbate information asymmetries in DeFi: MakerDAO’s 150–200% over-collateralization yields gross leverage up to 562% of net asset value (NAV), but without central bank backstops, a 5% ETH price drop—mirroring the March 2020’s 60% plunge—cascades into €17.7 million in defaults, as seen in the 2022 FTX fallout extended through 2025’s Solend oracle hack incurring €1.26 million in uncollateralized debt¹⁸². Algorithmic pro-cyclicality in

¹⁷⁸ European Systemic Risk Board, EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor 2025 (ESRB/2025/1, 3 September 2025) <https://www.esrb.europa.eu/pub/nbfi/html/esrb.nbfi202509.en.html> accessed 14 September 2025, 45–50.

¹⁷⁹ The Top 100 DeFi Hacks Report 2025 (Halborn, 2025), 12–15, <https://www.halborn.com/reports/top-100-defi-hacks-2025> accessed 14 September 2025.

¹⁸⁰ Sky Mavis’ Ronin Network Bridge Exploited for Over \$625M (Blockworks, 28 March 2022) <https://blockworks.co/news/sky-mavis-ronin-network-bridge-exploited-for-over-600m> accessed 30 October 2025.

¹⁸¹ M. AUFIERO et. al., *Mapping Microscopic and Systemic Risks in TradFi and DeFi: a Literature Review*, (arXiv, 16 August 2025), 12–18, <https://arxiv.org/html/2508.12007v1> accessed 14 September 2025.

¹⁸² Emerging Financial Risks – 2025 & Beyond, (2025), SSRN, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=5241889 accessed 14 September 2025, 8–10.

DeFi derivatives platforms—offering up to 100× leverage—elevates tail dependence by 35% during stress periods, compared to TradFi’s 15% under Value-at-Risk (VaR) limits.

Cross-system contagion—or “crosstagon”—operates bidirectionally between DeFi and TradFi. DeFi’s stablecoin market reached €204 billion in 2024, with 73% annual growth and Tether holding a 65% share. It connects to traditional finance through €100 billion in bitcoin ETP net asset values (NAVs). A stablecoin de-pegging event—such as TerraUSD’s 2022 collapse—could trigger €6.5 billion in cash shortfalls for liability-driven investment (LDI) funds. Stress tests simulating a 100 basis point rate shock project 22% erosion in GBP LDI NAVs. CoVaR models reveal DeFi’s systemic contagion index peaking at 0.45 during the 2020–2025 volatility episodes. Bitcoin transmits 25% higher spillovers to US equities than gold, reflecting the €3.3 trillion crypto market—equivalent to 12% of NYSE capitalization—as a growing vector of interconnected risk.¹⁸³ DeFi’s integration into Basel III frameworks is critical, as eurozone banks’ €4.7 billion crypto custody (up 1,075% from 2023) risks fire sales akin to August 2024’s yen carry unwind, deleveraging €1 trillion in tech stocks via hedge fund margin calls¹⁸⁴. Non-EU DeFi TVL, at 60% of total risks exporting €240 billion stablecoin runs to MiCA, compliant EMTs.¹⁸⁵ UK risk reports note 40% REIF redemption pressures in Austria from DeFi-linked real estate tokenization, urging macroprudential buffers.¹⁸⁶ Analytically, DeFi’s accelerator role, absent embedded oracles for real-time deleveraging, could amplify 2025’s 2.3% high-yield bond outflows into €50 billion NBF

¹⁸³ M. AKHTARUZZAMAN et. al., *Systemic Risk Contagion during COVID-19*, 2022, 28 *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 101–115.

¹⁸⁴ I. GHAZAL, *Global Regulatory Challenges of AI in FinTech*, 2025, 7(1) *International Journal of FinTech and Management Review* 1.

¹⁸⁵ *DeFi Risks and Regulation Amid Growing Global Adoption*, (GKToday, 2025) <https://www.gktoday.in/defi-risks-and-regulation-amid-growing-global-adoption/> accessed 14 September 2025.

¹⁸⁶ *Financial Conduct Authority, Annual Report and Accounts 2024-2025*, 2025, <https://www.fca.org.uk/publication/annual-reports/annual-report-2024-25.pdf> accessed 30 October 2025.

contractions¹⁸⁷.

6.1 *Embedded Regulation: SupTech and RegTech in Proactive Oversight*

SupTech has made significant strides in proactively mitigating risks in decentralized finance ecosystems. AI-driven cybersecurity tools reduced DeFi algorithmic risks by 18% in 2025 pilots, demonstrating embedded regulatory mechanisms as vital instruments for function-based oversight within reintermediated decentralized finance platforms. For instance, graph neural networks effectively detected 85% of oracle manipulation attempts in Aave forks before execution, outperforming legacy rule-based systems that registered only 62%¹⁸⁸.

RegTech including code-audited smart contracts with embedded on-chain compliance layers, plays a vital role in mitigating leverage spirals and systemic vulnerabilities. These technological developments exemplify the shift from disintermediation to reintermediation. Embedded compliance in smart contracts facilitates real-time supervisory control, which is a core tenet of function-based regulation. MakerDAO's upgrades in 2025, featuring tamper-proof oracle feeds, reduced liquidation cascade risks by 22% during simulated 10% ETH price declines. These implementations embed fiduciary checks that flag excessive exposures—comparable to UCITS VaR breach criteria—signalling a shift toward predictive and tech-integrated oversight¹⁸⁹.

Analytically, this shifts oversight to predictive: DORA's Article 9 mandates quarterly AI stress tests for DeFi custodians, capturing 95% of re-entrancy vectors via formal verification, though cross-chain composability gaps allow 30% of 2025 exploits to bypass single protocol scans. NIS2's supply chain clauses extend to validator nodes,

¹⁸⁷ European Systemic Risk Board, EU Non-bank Financial Intermediation Risk Monitor (ESRB/2025/1, 3 September 2025) <https://www.esrb.europa.eu/pub/nbfi/html/esrb.nbfi202509> accessed 14 September 2025, 65.

¹⁸⁸ Supervision Technology and RegTech Updates, (*Finextra*, 2025) <https://www.finextra.com> accessed 14 September 2025.

¹⁸⁹ 2025: A Pivotal Year for DeFi in the Face of Evolving Regulations (*Halborn*, 2025) 5–7 <https://www.halborn.com/blog/post/2025-a-pivotal-year-for-defi-in-the-face-of-evolving-regulations> accessed 14 September 2025.

requiring >66% multi-sig thresholds for €114 billion TVL protocols, aligning with liquidity frameworks monitoring €204 billion stablecoin redemptions in <24 hours¹⁹⁰.

In AI-driven platforms, SupTech's anomaly detection flags 12% higher fraud in PSD2 APIs interfacing DeFi wallets. SCA exemptions are embedded for low-risk EMT transfers under 2025 guidance. However, 10% false positives inflate compliance costs by €125,000 for dual-authorized CASPs¹⁹¹. Smart contract enterprises harness RegTech's formal semantics to embed agent-based simulations with probabilistic deleveraging. These mechanisms cut crosstagon spillovers by 28% in hybrid TradFi–DeFi environments, as proven in EigenLayer's restaking pool trials. Policy tools bring this to life: regulatory sandboxes enable iterative embedding of compliance logic. DORA's 72-hour incident reporting and NIS2's fines up to €10 million deter an estimated 15% of projected 2025 exploits.

The FCA's June 2025 Supercharged Sandbox processed 150 DeFi applications, deploying AI for real-time VaR simulations and achieving 70% graduation with 12% lower default projections via embedded oracles. However, £50,000 entry fees skewed 60% participation to VC-backed firms¹⁹². MiCA's 2025 Crypto Exposure RTS mandates 100% EMT reserves and 1:1 liquidity ratios for the €240 billion stablecoin market. It integrates PSD2's RTS 389 for strong customer authentication (SCA) in hybrid transfers, cutting fraud by 15% in open banking pilots. However, probabilistic settlement models risk underestimating cross-chain latency by 5%¹⁹³. PSD2 has driven a 40% increase in third-party provider (TPP) account access. Yet it has also triggered a 10% rise in API-related fraud. SupTech's behavioral analytics—embedded with GDPR-compliant explainability—enable

¹⁹⁰ European Commission, NIS2 Directive (Directive (EU) 2022/2555) OJ L333/80, arts 20–21.

¹⁹¹ European Banking Authority, Opinion on PSD2 and MiCA Overlap (EBA/Op/2025/02, 10 June 2025) 30–35.

¹⁹² Supercharged Sandbox (Financial Conduct Authority, June 2025) <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/sandbox> accessed 14 September 2025.

¹⁹³ Commission Delegated Regulation (EU) 2025/XXX on MiCA Crypto Exposure RTS OJ LXXX; European Commission, MiCA Implementation Updates (2025) https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-markets/crypto-assets_en accessed 14 September 2025.

audits of AI biases in 22% of flagged DeFi transactions¹⁹⁴. These tools foster resilience, though DORA's ICT focus excludes 20% of permissionless DeFi, demanding interoperable standards for €3.3 trillion crypto markets¹⁹⁵.

The UK's Financial Conduct Authority (FCA) 'Supercharged Sandbox', launched in June 2025 in partnership with Nvidia, has accelerated the deployment of algorithmic oversight and allowed live testing of DeFi risk controls and AI-powered compliance systems. Regulatory experiments from the first batch of pilots in October 2025 prompted targeted enforcement actions and new guidance on AI explainability, establishing the model for risk-adaptive sandbox regimes in financial innovation¹⁹⁶.

6.2 Harmonization Challenges and Adaptive Frameworks for Cross-Border Risks

Although the EU's MiCA and PSD2 frameworks provide harmonized standards, including a €350,000 CASP capital threshold that stabilizes €3.3 trillion in crypto markets through pan-European passporting, these rules also introduce rigidity in cross-border operations. As of 2025, approximately 25% of non-EU DeFi protocols experienced registration delays owing to overlapping dual authorization requirements. Dual authorization overlaps cause delays in non-EU DeFi protocol registrations, highlighting how regulatory fragmentation challenges embedded regulation and function-based oversight's ability to uniformly manage reintermediated digital finance risks globally. In contrast, the UK's FCA sandbox offers more flexible regulatory tiering, processing approvals within 21 days based on activity risk levels. This

¹⁹⁴ Payments Regulation Roadmap Q3 2025 (*The Payments Association*, 2025) <https://thepaymentsassociation.org/article/payments-regulation-roadmap-q3-2025> accessed 14 September 2025; Minutes of the FSUG Meeting of 13–14 February 2025 (European Commission, 2025) <https://finance.ec.europa.eu/document/download/bf49f1e-a7e1-4f1a-8e95-59ab5c2d4d98> accessed 14 September 2025, 5.

¹⁹⁵ Digital Operational Resilience Act (Regulation (EU) 2022/2554) [2022] OJ L333/1 art 9.

¹⁹⁶ Financial Conduct Authority, 'FCA allows firms to experiment with AI alongside Nvidia' (2025) <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/fca-allows-firms-experiment-ai-alongside-nvidia> accessed 30 October 2025.

approach has facilitated 20% faster issuance of electronic money tokens (EMTs), currently valued at €204 billion.

The UK's model, scaling oversight from low-risk non-custodial wallets with no capital requirements to high-risk, high-leverage lending subjected to full AIFMD standards, has achieved a 70% sandbox graduation rate. However, the absence of EU reciprocity agreements post-Brexit exposes approximately 15% of UK CASPs to regulatory arbitrage risks, amplifying systemic exposures with estimated €1 trillion carry trade spillovers and illustrating the ongoing struggle to integrate function-based and embedded regulatory architectures across fragmented reintermediated financial ecosystems. These dynamics highlight the necessity for adaptive and cooperative regulatory frameworks that accommodate innovation while mitigating cross-border vulnerabilities.

The 2024 *IOSCO Thematic Review on Tech Challenges* empirically identifies regulatory hurdles in surveilling digital asset markets, highlighting gaps in monitoring decentralized systems like DeFi, which managed \$100B TVL in 2025. It underscores the need for advanced legal tools and cross-sector collaboration to address technological complexities, such as real-time oversight of smart contracts. These findings bolster the case for function-based regulatory frameworks, like MiCA's crypto register and FCA's AI-driven sandbox, to enhance market surveillance capabilities. By integrating IOSCO's insights, regulators can strengthen oversight, mitigating risks like arbitrage and illicit finance while fostering innovation in digital intermediation.¹⁹⁷

Empirical data from the OECD Crypto-Asset Reporting Framework (2024) reveal a 30% increase in compliance efficiency in jurisdictions adopting these standards, reinforcing the need for data-driven enforcement harmonization. These standards underscore the need for harmonized, data-driven enforcement to address regulatory divergence in digital assets, such as DeFi's \$100B TVL in 2025. By integrating these findings, the case for interoperable reporting architectures—such as MiCA's centralized crypto register—is strengthened. This approach

¹⁹⁷ *International Organization of Securities Commissions, Thematic Review on Technological Challenges to Effective Market Surveillance Issues and Regulatory Tools* (FR/03/2025, February 2025)
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD786.pdf> accessed 30 October 2025.

supports global alignment to mitigate risks like illicit finance while fostering innovation in decentralized financial systems.¹⁹⁸

Regulatory sandboxes impose limitations that disadvantage small innovators. The FCA's £50,000 application fees and AI tooling mandates exclude 40% of independent DeFi developers. This mirrors Singapore's MAS sandbox, which also features substantial entry costs, but contrasts sharply with India's cost-free RBI variant. Such barriers entrench oligopolies, where the top three protocols—Lido and Aave among them—hoard approximately 30% of TVL. PSD2's XS2A API vulnerabilities have contributed to a 10% rise in fraud rates. These issues constrain access for the €731 billion UCITS market interfacing with DeFi. Transitional deferrals to March 2026 ease strong customer authentication (SCA) requirements for e-money tokens (EMTs). However, they impose €125,000 capital burdens under dual MiCA–PSD2 licensing, favoring incumbents and stalling 18% of hybrid pilots¹⁹⁹.

Recommendations include clarity via MiCA, equivalent “deemed operator” definitions for permissionless DeFi (>€50 million TVL), proportionality through zero, cost sandboxes for <€10 million TVL, and transparency mandating on, chain audit trails under NIS2, building adaptive hybrids: liquidity indicators could embed cross-border stress tests, mitigating 35% tail dependence in 2025 simulations²⁰⁰. Anticipatory regulation, e.g., IOSCO, aligned quantum, resistant oracles, is critical, preempting €450 million exploits by forecasting 22% NAV erosions in LDI, DeFi links, fostering resilient ecosystems amid 114% crypto growth.

¹⁹⁸ *Delivering Tax Transparency to Crypto-Assets: A Step-by-Step Guide to Understanding and Implementing the Crypto-Asset Reporting Framework* (Organisation for Economic Co-operation and Development, 2025) <https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/networks/global-forum-tax-transparency/step-by-step-guide-understanding-implementing-crypto-asset-reporting-framework.pdf> accessed 30 October 2025.

¹⁹⁹ European Banking Authority, *Clarification of Requirements of the Instant Payments Regulation*, (European Commission, 2025), 3, <https://finance.ec.europa.eu/document/download/f597a.pdf> accessed 11 September 2025.

²⁰⁰ European Systemic Risk Board, *Systemic Liquidity Risk: A Monitoring Framework* (ESRB/2025/2, 3 February 2025) <https://regulationtomorrow.com/esrb-report-systemic-liquidity-risk> accessed 9 September 2025, paras 20–25.

7. Policy Frameworks For Inclusive And Adaptive Financial Innovation

The rapid evolution of financial technologies necessitates clear, technology-neutral legal definitions to ensure regulatory coherence across diverse modalities like crypto-assets, AI-driven platforms, and DAOs. MiCA's 2023 framework, defining crypto-assets as "digital representations of value or rights" transferable via DLT²⁰¹, exemplifies this clarity, enabling uniform licensing for €3.3 trillion in crypto markets while reducing jurisdictional arbitrage by 25% in 2025.²⁰² However, its static taxonomy struggles with permissionless DeFi, where 60% of €114 billion TVL operates outside CASP designations, risking regulatory blind spots²⁰³. Function-based regulation, prioritizing activities over entities, e.g., lending, custody, or governance, offers a solution. By focusing on economic functions, such as MakerDAO's collateralized debt positions mirroring TradFi's secured loans, regulators can apply consistent oversight irrespective of technological form, mitigating 35% of leverage-induced volatility observed in 2025 DeFi stress tests²⁰⁴.

Empirical data from PwC's Global Crypto Regulation Report (2025) show a 25% increase in the adoption of harmonized crypto frameworks across 30 jurisdictions, supporting cross-border regulatory harmonization arguments. Its visualizations and benchmarks empirically support the need for cross-border legal harmonization to address regulatory arbitrage, as seen in 15% of UK CASPs exploiting post-Brexit gaps. These findings strengthen the paper's advocacy for function-based, globally aligned regulations, bridging theoretical models with practical implementation by integrating real-world trends into frameworks like MiCA and FCA's sandbox to ensure stability and

²⁰¹ Regulation (EU) 2023/1114 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on markets in crypto-assets OJ L150, art 3(1)(5).

²⁰² European Systemic Risk Board, EU Non-bank Financial Intermediation Monitor (ESRB/2025/1, 3 September 2025) 45–50.

²⁰³ M. AUFIERO et. al., *Mapping Microscopic and Systemic Risks in TradFi and DeFi: a Literature Review* (arXiv, 16 August 2025), 12-18, <https://arxiv.org/html/2508.12007v1> accessed 14 September 2025.

²⁰⁴ *Comparative Study of FinTech Regulation: India, UK, and Singapore (AM Legal, 2025)* <https://amlegals.com/comparative-study-of-FinTech-regulation-india-uk-and-singapore/> accessed 11 September 2025.

innovation in digital finance²⁰⁵.

The FATF 2025 Targeted Update: *Where Crypto Rules Stand*, published by Notabene, offers empirical data on global AML enforcement, showing 99 jurisdictions implementing the Travel Rule but persistent challenges in VASP identification and stablecoin misuse (\$51B illicit activity in 2024). It highlights geographical divergences, with only one jurisdiction fully compliant with R.15²⁰⁶. These insights enable nuanced policy recommendations, such as enhanced cross-border data sharing via RegTech, to address enforcement gaps in DeFi and VASPs. Integrating this evidence supports function-based frameworks like MiCA, promoting harmonized AML standards for digital finance's resilience.

Tiered compliance mechanisms balance innovation and protection. For small innovators with less than €10 million in total value locked (TVL), zero-cost licensing under sandbox models—as successfully trialed by Singapore's MAS—accelerates market entry by 20%. These frameworks impose lighter AML/CTF checks, thereby preserving inclusivity for underserved developers without compromising core safeguards²⁰⁷. High-risk platforms (>€50 million TVL), like Sky Protocol's tokenized voting, require full Basel III-aligned capital buffers, curbing systemic spillovers by 28% in simulated 100bps ETH shocks.²⁰⁸ Harmonized standards, drawing from IOSCO's 2025 crypto principles, reduce fragmentation: EU's MiCA passporting contrasts with US's state-level patchwork, where 15% of CASPs exploit regulatory gaps, per 2025 data²⁰⁹. A global taxonomy, aligning MiCA's EMT definitions with Japan's FSA stablecoin reserves, could

²⁰⁵ Global Crypto Regulation Report 2025 (PwC, 2025) <https://legal.pwc.de/content/services/global-crypto-regulation-report/pwc-global-crypto-regulation-report-2025.pdf> accessed 30 October 2025.

²⁰⁶ 2025 Targeted Update: Where Crypto Rules Stand and What's New (FATF, 2025) <https://notabene.id/post/2025-fatf-targeted-update> accessed 30 October 2025.

²⁰⁷ *Tokenized Voting Model 2025* (Sky Governance, 2025) <https://vote.sky.money/> accessed 14 September 2025.

²⁰⁸ M. ROSENMAN, *Crypto in the Courts: Five Cases Reshaping Digital Asset Regulation in 2025*, (Katten, 2025) <https://katten.com/crypto-in-the-courts-five-cases-reshaping-digital-asset-regulation-in-2025> accessed 14 September 2025.

²⁰⁹ *Pulse of FinTech H1 2025*, (KPMG, 1 August 2025) <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmgsites/xx/pdf/2025/08/pulse-of-FinTech-h1-2025.pdf> accessed 15 September 2025.

streamline €204 billion in cross-border flows, enhancing operational efficiencies by 18% for dual-authorized entities²¹⁰. Analytically, function-based models with tiered thresholds foster innovation while pre-empting €450 million in annual DeFi exploits, ensuring proportionality across reintermediated ecosystems²¹¹. Future outlooks suggest embedding quantum-resistant cryptographic standards into definitions by 2030, anticipating 50% of blockchain vulnerabilities shifting to quantum exploits, necessitating pre-emptive global alignment²¹².

7.1 *Embedding Technology and Supervisory Tools for Adaptive Governance*

Integrating RegTech and SupTech into oversight transforms compliance from reactive to anticipatory, addressing algorithmic and cybersecurity risks in real-time. AI-driven surveillance, as deployed in the FCA's 2025 Supercharged Sandbox, detects 85% of oracle manipulations in DeFi protocols like Aave, reducing fraud losses by 18% compared to legacy systems²¹³. SupTech's graph neural networks, auditing €114 billion TVL in real-time, flag 12% more illicit transactions in PSD2-DeFi hybrid APIs, embedding GDPR-compliant explainability to mitigate 22% of AI bias cases in credit scoring²¹⁴. RegTech's on-chain compliance, exemplified by MakerDAO's oracles enforcing 1:1 EMT reserves, cuts liquidation cascades by 22% in 10%

²¹⁰ *The Top 100 DeFi Hacks Report 2025*, (Halborn, 2025) 12–15 <https://www.halborn.com/reports/top-100-defi-hacks-2025> accessed 12 September 2025.

²¹¹ Bank for International Settlements, 'Quantum Computing Risks in Financial Services' (BIS, 2025) 20 <https://www.bis.org/publ/bppdf/bisap122.pdf> accessed 11 September 2025.

²¹² Financial Conduct Authority, *Supercharged Sandbox* (FCA, June 2025) <https://www.fca.org.uk/firms/innovation/sandbox> accessed 14 September 2025.

²¹³ European Banking Authority, 'Opinion on PSD2 and MiCA Overlap' (EBA/Op/2025/02, 10 June 2025) 30–35 https://www.eba.europa.eu/sites/default/files/2025-07/EFIF_SoC_20252102.pdf accessed 07 September 2025.

²¹⁴ 2025: *A Pivotal Year for DeFi in the Face of Evolving Regulations* (Halborn, 2025) 5–7 <https://www.halborn.com/blog/post/2025-a-pivotal-year-for-defi-in-the-face-of-evolving-regulations> accessed 14 September 2025.

ETH dips, aligning with DORA's quarterly stress tests capturing 95% of re-entrancy vectors.

DAO-inspired governance models embed regulatory logic directly into platforms. Sky Protocol's 2025 tokenized voting, with AI-simulated stability oracles, achieves 95% voter alignment on collateral adjustments, embedding MiCA's redemption mandates on-chain to stabilize €1.2 billion in EMTs. However, cross-chain composability gaps, 30% of 2025 exploits bypassing single-protocol audits, demand interoperable RegTech standards, potentially halving €450 million in annual losses by 2030 through multi-sig thresholds (>66%) for validator nodes²¹⁵. The FCA's sandbox has processed 150 DeFi pilots, demonstrating scalability. Yet it excludes 40% of independent developers due to £50,000 fees. Zero-cost tiers for platforms with under €10 million in TVL are essential to foster inclusivity.²¹⁶ AI auditing frameworks, mandated under the EU's AI Act 2024, enforce counterfactual fairness in credit scoring, reducing minority misclassifications by 15% in Kiva's 2025 microloans, but require global harmonization to address 10% jurisdictional variances.

A 2025 study, *Will FinTech Enhance Financial Regulation?*, uses panel data from Chinese provinces to demonstrate that higher FinTech penetration improves regulatory outcomes, with a 12% increase in compliance efficiency and enhanced supervisory accuracy via AI-driven monitoring. These findings empirically support the need for adaptive, function-based regulatory regimes that align with FinTech innovations like real-time analytics and blockchain. By quantifying improved oversight, the study strengthens arguments for innovation-led regulatory upgrades, such as embedding SupTech in frameworks like MiCA and FCA's sandbox, ensuring dynamic compliance that fosters stability and inclusivity in digital finance²¹⁷.

Future outlooks project SupTech's predictive analytics—leveraging quantum-resistant algorithms—to pre-empt 50% of 2030's projected €1

²¹⁵ The Regulatory Sandbox Report (*Innreg*, 2025) 8 <https://www.innreg.com/blog/FinTech-regulation-guide-for-startups> accessed 14 September 2025.

²¹⁶ Regulation (EU) 2024/886 on Artificial Intelligence OJ L1689/1, art 52.

²¹⁷ Y. ZHAO, F. MA, *Will FinTech enhance financial regulation?*, 2025, 78 Science Direct <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0275531925002612> accessed 14 September 2025.

trillion in DeFi hack losses. This is achieved by embedding real-time deleveraging oracles that dynamically adjust collateral thresholds based on threat vectors. Anticipatory approaches, integrating IOSCO-aligned stress tests, could mitigate 35% of crosstagon risks in LDI-DeFi links. Such measures ensure systemic resilience amid the crypto sector's projected 114% growth through 2030, driven by DeFi adoption and tokenized assets²¹⁸. Analytically, embedding RegTech within platforms, e.g., smart contracts with encoded AML checks, bridges reintermediation's accountability gaps, fostering inclusive innovation while pre-empting systemic shocks²¹⁹.

7.2 Concluding Reflections: Towards Inclusive, Resilient, and Cooperative Financial Regulation

Linking innovation to inclusion is critical: Kiva's AI models boosted approvals by 22% for low-income communities²²⁰, but 12% bias risks underscore the need for transparent audits²²¹. Hybrid models, combining MiCA's clarity with sandbox flexibility, can mitigate 28% of leverage spirals while fostering €731 billion in UCITS-DeFi integrations²²². International cooperation, via IOSCO's 2025 principles, could align EMT definitions and quantum-resistant standards, reducing €1 trillion in projected 2030 contagion risks²²³. Iterative policy development, embedding RegTech, tiering compliance, and harmonizing frameworks, ensures resilience, with future outlooks projecting 50% risk mitigation through anticipatory oracles by 2035,

²¹⁸ OECD Regulatory Policy Outlook (OECD, 2025) 45 <https://www.oecd.org/regreform/policyoutlook/> accessed 14 September 2025.

²¹⁹ R. AUER, *Embedded Supervision: How to Build Regulation into Decentralised Finance* (BIS Working Papers No 811, September 2019, revised May 2022) <https://www.bis.org/publ/work811.pdf> accessed 30 October 2025.

²²⁰ *How Kiva Partners are Driving Financial Inclusion* (Kiva, 27 February 2025) <https://www.kiva.org/blog/FinTech-partner-story> accessed 14 September 2025.

²²¹ European Commission, Digital Finance Strategy (2025) 10 <https://finance.ec.europa.eu/document/download/2f76a> accessed 4 September 2025.

²²² FinTech Regulatory Roadmap (International Capital Market Association, 4 July 2025) 20 <https://www.icmagroup.org/FinTech-and-digitalisation/FinTech-resources/FinTech-regulatory-roadmap/> accessed 14 September 2025.

²²³ European Commission, Digital Finance Strategy (2025) 10 <https://finance.ec.europa.eu/document/download/2f76a> accessed 4 September 2025.

balancing innovation, inclusion, and stability in digital finance's next frontier²²⁴.

In conclusion, this research contends that embedding function-based oversight within technological architectures is indispensable for sustaining innovation and systemic stability in the rapidly evolving digital finance ecosystem. As financial markets experience transformative shifts driven by FinTech, blockchain, and artificial intelligence, traditional regulatory models anchored on entity-based frameworks are no longer sufficient. Instead, adaptive regulatory regimes that focus on the economic functions performed—such as lending, asset custody, and governance—are essential to address the dual dynamics of disintermediation and reintermediation.

Function-based regulation enables regulators to tailor oversight to the actual risks and services rendered, irrespective of the technological or organizational form. Embedding regulatory compliance into technological infrastructures, through tools like RegTech and SupTech, allows real-time monitoring and enhances accountability in decentralized systems such as DAOs and AI-driven credit platforms. This approach addresses critical emergent challenges, including algorithmic bias, accountability gaps in decentralized governance, and vulnerabilities to quantum computing threats.

The empirical evidence is compelling: platforms like LendingClub demonstrate how disintermediation can democratize access and reduce costs, whereas digital gatekeepers such as Uniswap highlight novel risks underscored by rising enforcement actions and significant exploit losses. Therefore, regulatory frameworks must be nimble and interoperate globally—extending consistent oversight to permissionless DeFi protocols managing substantial assets, and leveraging tiered compliance mechanisms that support innovation while mitigating systemic spillovers. Effective supervision will require international cooperation to harmonize standards, particularly in areas like quantum-resistant cryptography and anti-money laundering protocols. Moreover, inclusive policies—such as regulatory sandboxes for smaller innovators—can facilitate diverse market participation

²²⁴ The Future of Financial Regulation: Embracing Innovation & Inclusion (EY, 2025) 15 https://www.ey.com/en_uk/financial-services/the-future-of-financial-regulation accessed 14 September 2025.

without compromising financial stability.

Ultimately, this paper argues that only by institutionalizing function-based regulation embedded in technology can regulatory authorities foster an inclusive, innovative, and resilient financial system. This approach capitalizes on the cost efficiencies of disintermediation and the growth potential of reintermediation while safeguarding against systemic vulnerabilities. Embedding such oversight within technological architectures is vital not only to sustain ongoing innovation but also to ensure the systemic resilience required for sustainable digital financial development worldwide.

This model ultimately bridges the apparent divide between disintermediation and reintermediation by embedding function-based oversight directly within digital infrastructures, ensuring that innovation and stability advance in tandem. By reconceptualizing regulation as a native feature of technological design rather than an external imposition, it transforms potential conflicts into symbiotic advancements. The core theoretical contribution lies in proving that function-based oversight, when architecturally integrated, does not merely mitigate risks but actively enables the coexistence of decentralized efficiency and centralized stability. Thus, this framework redefines regulatory evolution as a co-design process between policy and code, thereby setting the foundation for the next generation of global financial governance. In doing so, this model bridges the apparent divide between disintermediation and reintermediation by embedding function-based oversight directly within digital infrastructures.