

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

OTTOBRE / DICEMBRE

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

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

COMITATO DI DIREZIONE

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

COMITATO SCIENTIFICO

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

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA
LUCANTONI, EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO
MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO
PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO
QUARTA, GIULIA TERRANOVA, VERONICA ZERBA (SECRETARIO 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 ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

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

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

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

SOMMARIO

CATERINA LUISA APPIO, Società <i>in house</i> e art. 120- <i>bis</i> del Codice della crisi: un rapporto (ancora) <i>in fieri</i>	887
VINCENZO DONATIVI, Il titolare effettivo di società nel nuovo Regolamento UE Antiriciclaggio (n. 2024/1624)	907
FILIPPO SARTORI, Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario. Note introduttive	953
ENRICO CAMILLERI, Settore dei pagamenti, <i>neobanks</i> e frizioni concorrenziali.....	969
ERNESTO CAPOBIANCO, Intelligenza artificiale e rapporti bancari ...	997
PIERPAOLO MARANO, Regulating Digital Insurance Platforms in the EU: Legal Frameworks and Future Directions	1017

SOMMARIO

ANTONIO DAVOLA, The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario 321

ELEONORA RAJNERI, Il controverso rapporto tra regolazione sulla sicurezza *ex ante* e responsabilità *ex post* nella nuova direttiva sulla responsabilità per il danno da prodotto difettoso 357

DANIELE CORVI, Divieto di discriminazione e accesso al credito dei migranti 373

Società *in house* e art. 120-bis del Codice della crisi: un rapporto (ancora) *in fieri*

SOMMARIO: 1. Sul rapporto tra diritto della crisi d'impresa e società pubbliche: una premessa. – 2. Gli artt. 120-bis e ss. del d.lgs. n. 14/2019 e la loro problematica applicazione alle società *in house providing*. – 3. Il ruolo del socio pubblico prima dell'accesso allo strumento di regolazione della crisi. – 4. Il socio pubblico e la fase successiva all'accesso allo strumento di regolazione della crisi. – 4.1. (segue) Il diritto dei soci di ricevere informazioni sull'andamento della procedura. – 4.2. (segue) Il contenuto del piano: modifiche statutarie, operazioni sul capitale e straordinarie. – 5. La responsabilità dell'organo gestorio nella conduzione del risanamento della società pubblica. – 6. Sintesi dei risultati raggiunti e un pronostico conclusivo.

1. Sul rapporto tra diritto della crisi d'impresa e società pubbliche: una premessa.

Come è noto, il modulo dell'*in house providing* rappresenta una delle possibili opzioni a disposizione della pubblica amministrazione per l'affidamento diretto di lavori o servizi¹, sempre che coesistano alcuni requisiti legittimanti la deroga alla gara pubblica, ovvero l'esercizio del controllo analogo da parte della pubblica amministrazione affidante, la dedizione dell'attività in via prevalente (sempre) alla pubblica amministrazione e la partecipazione al capitale sociale da parte di quest'ultima, con una (eventuale e) limitata percentuale di soci privati².

¹ Ciò è consentito, in generale, sia dal Codice dei contratti pubblici (art. 7 del d.lgs. n. 36/2023) sia, per la gestione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica, dall'art. 14 del d.lgs. n. 201/2022. Tale ultima norma prospetta, difatti, quattro modalità di gestione del servizio pubblico, ovvero l'affidamento (a) a terzi mediante procedura a evidenza pubblica, (b) a società mista e, infine, (c) a società *in house*. Resta ammessa la gestione in economia o mediante aziende speciali, «limitatamente ai servizi diversi da quelli a rete».

² La partecipazione del socio privato non deve comportare controllo o potere di veto o l'esercizio di un'influenza determinante sulla società controllata. Sui requisiti che legittimano il ricorso alla società domestica v., tra gli altri, i contributi di: V. DONATIVI, *Le società a partecipazione pubblica*, Wolters Kluwer, 2016, 1039 ss.; C. PECORARO, *Sul controllo analogo nelle società in house providing*, Milano, 2021, e M. CIAN, *I requisiti qualificatori della società in house*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 196 ss.

Le caratteristiche tipologiche della società *in house providing* lasciano intravedere le (non poche) difficoltà nell'ipotesi in cui una società di questo tipo (ma discorso analogo potrebbe essere svolto – *mutatis mutandis* – per quelle a partecipazione pubblica) venga assoggettata a una procedura concorsuale. E questo vale, *a fortiori*, nel caso in cui la società domestica sia affidataria della gestione di servizi pubblici locali.

In questa prospettiva, problemi di compatibilità potrebbero attingere, prima di tutto, la continuità del servizio esercitato dalla società affidataria; servizio che solitamente assume i connotati del servizio pubblico: gli utenti potrebbero difatti ritrovarsi privati dell'erogazione del servizio in ragione degli effetti (noti) che conseguono alla sottoposizione di un ente a una procedura concorsuale. Non meno importanti sarebbero le conseguenze ricollegabili alla gestione dell'impresa (pubblica) insolvente da parte di un soggetto (su tutti, il curatore) il quale deve “gestire” l'impresa avendo riguardo all'interesse dei creditori (e, solo in via eventuale e/o subordinata, a quello degli utenti o, più in generale, degli *stakeholders*).

Incertezza ulteriore potrebbe riguardare la sorte proprio del modello organizzativo in discorso nella sede concorsuale: di non semplice soluzione è, difatti, il dubbio relativo alla sopravvivenza delle clausole – in particolare, di quelle inserite nello statuto sociale (v., su tutte, la deroga all'art. 2380-*bis* c.c.) – idonee a realizzare il rapporto organico tra ente locale e società *in house providing*³.

Vero è tuttavia che, a monte, la questione relativa alla fallibilità (oggi alla procedura di liquidazione giudiziale) della società pubblica e, per quel che rileva in questa sede, della società *in house providing* parrebbe ormai risolta grazie ad alcuni (inequivocabili) indici di carattere normativo.

Tra questi, è possibile citare, in termini paradigmatici, l'art. 14 del d.lgs. n. 175/2016 (T.u. partecipate) che ha previsto l'assoggettamento delle società a partecipazione pubblica alle disposizioni sul fallimento e sul concordato preventivo e, più di recente, l'art. 1, comma 3, del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (d.lgs. n. 14/2019), il

³ Simili interrogativi risultano essere stati affrontati, in dottrina, prima della riforma introdotta dal Codice della crisi d'impresa da D. DE FILIPPIS, *La garanzia della continuità del servizio pubblico locale nella crisi e nell'insolvenza delle società pubbliche affidatarie del servizio*, in *Dir. fall.*, 2019, I, 731 ss.

quale, nel fare salve le disposizioni delle leggi speciali in materia di crisi di impresa delle società pubbliche, ha implicitamente confermato la generale applicabilità della disciplina sulla crisi d'impresa anche a tali società⁴.

Sul piano interpretativo, residua, nondimeno, un problema che afferisce all'adeguamento di alcune delle disposizioni dettate dal Codice della crisi alle società pubbliche e, in particolare, a quelle *in house providing*.

2. Gli artt. 120-bis e ss. del d.lgs. n. 14/2019 e la loro problematica applicazione alle società *in house providing*.

Tra le norme che la recente sopravvenienza legislativa in materia di crisi d'impresa ha dedicato alla gestione della società insolvente e/o in crisi e che, nella nostra prospettiva, potrebbero far sorgere qualche problema di coordinamento con la disciplina relativa alle società pubbliche, è possibile annoverare quelle dettate nella sezione VI-bis del Titolo IV del Codice della crisi relativa agli *strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza delle società*.

In sintesi, l'art. 120-bis prevede che: (i) «l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza è deciso, in via esclusiva, dagli amministratori unitamente al contenuto della proposta e alle condizioni del piano» (comma 1); (ii) «ai fini del buon esito della ristrutturazione il piano può prevedere qualsiasi modificazione dello statuto della società debitrice, ivi inclusi aumenti e riduzioni di capitale anche con limitazione o esclusione del diritto di opzione e altre modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci, nonché fusioni, scissioni e trasformazioni» (comma 2); (iii) «gli amministratori sono tenuti a informare i soci dell'avvenuta decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e a riferire periodicamente del suo andamento» (comma 3); (iv) i soci non possono revocare gli amministratori che abbiano presentato una

⁴ Sul tema sia consentito il rinvio a C.L. APPIO, D. DE FILIPPIS, *Sulla fallibilità delle società a partecipazione pubblica*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 664 ss., e più di recente, con particolare riguardo alle società *in house providing*, C. GARILLI, *Società in house e crisi d'impresa alla luce dell'art. 14 TUSP*, in *Società*, 2021, 1055 ss.

domanda di accesso a uno degli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, a meno che non ricorra una giusta causa⁵.

I meccanismi che consentirebbero un'attuazione “coattiva” dello strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza sono altresì contemplati, nella fase “esecutiva”, dall'art. 120-*quinquies*. Tale norma prevede che, con l'omologazione, si *determinino «la riduzione e l'aumento del capitale e le altre modificazioni statutarie nei termini previsti dal piano»*; inoltre, sempre il provvedimento di omologazione *«demanda agli amministratori l'adozione di ogni atto necessario a darvi esecuzione e li autorizza a porre in essere (...) le ulteriori modificazioni statutarie programmate dal piano»*⁶.

L'impressione è che le norme menzionate avrebbero quale comune denominatore la (notevole) “compressione” delle prerogative decisionali/organizzative dei soci nel contesto della procedura di regolazione della crisi che la società abbia eventualmente attivato. E, ciò, secondo la Relazione illustrativa, sarebbe dovuto al fatto che

⁵ Giusta causa che non può essere rappresentata dalla presentazione della domanda di accesso alla procedura. Sulla portata di tale disposizione v., di recente, il decreto del 18 aprile 2023 del Tribunale di L'Aquila sul quale si tornerà nel prosieguo e che è stato oggetto di particolare attenzione da parte dei commentatori: v. E. CODAZZI, *Accesso agli strumenti di regolazione della crisi e revoca degli amministratori di società in house: un'applicazione dell'art. 120-bis, comma 4, CCII*, in *Società*, 2023, 1094 ss., e F. VIOLA, *Accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza e revoca degli amministratori di società in house*, in *Dir. fall.*, 2024, II, 384 ss.

⁶ Le norme menzionate sono state oggetto di commento, in dottrina, da parte di N. MICHIELI, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nei processi ristrutturativi dell'impresa in crisi alla luce del d.lgs. n. 83/2022*, in *Riv. soc.*, 2022, 843 ss.; F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva degli amministratori nel diritto societario della crisi fra dogmatismo del legislatore e criticità operative*, in *Riv. soc.*, 2022, 1271 ss.; M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi*, in *Riv. soc.*, 2022, 1254 ss.; A. ROSSI, *I soci nella regolazione della crisi della società debitrice*, in *Società*, 2022, 945 ss.; R. BROGI, *I soci e gli strumenti di regolazione della crisi*, in *Fallimento*, 2022, 1290 ss.; R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, in *Società*, 2023, 1138 ss.; P. BENAZZO, *Gli strumenti di regolazione della crisi delle società e i diritti “corporativi”: che ne resta dei soci?*, in *dirittodellacrisi.it*, articolo del 4 dicembre 2023, e, specialmente per la possibilità dell'interpello dei soci per la programmazione della gestione della crisi o dell'insolvenza, F. VIOLA, *Sul problematico coinvolgimento dei soci nella decisione di accedere ad uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2023, 974 ss.

l'avvio della ristrutturazione dei debiti e la definizione del contenuto del piano costituirebbero «*esecuzione degli obblighi (degli amministratori) di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale, previsti dall'articolo 2086, secondo comma, del codice civile*»⁷.

Vero è, ancora, che le disposizioni menzionate costituiscono trasposizione nel diritto interno di quanto previsto dalla Direttiva c.d. Insolvency⁸ la quale, all'art. 12, impone(va) agli Stati membri di provvedere affinché «*ai detentori di strumenti di capitale non sia consentito di impedire o ostacolare irragionevolmente l'attuazione di un piano di ristrutturazione*». Sicché, in dottrina, la lettura alquanto condivisa è nel senso di ritenere che le norme prima citate abbiano inteso, in continuità con gli obblighi di attivazione gravanti sugli amministratori, “estromettere” i soci dall'esecuzione dello strumento di regolazione della crisi⁹, sul presupposto che questi potessero porre in essere, nell'esercizio dei propri diritti, condotte ostative all'esecuzione dello strumento di regolazione della crisi¹⁰.

Se questo è il quadro normativo (e le relative finalità), il passaggio ulteriore consiste nell'accertare se siffatte norme siano applicabili alle

⁷ Cfr. la Relazione illustrativa *sub* art. 25 del d.lgs. n. 83/2022.

⁸ Trattasi della Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019.

⁹ Molto incisive, sul punto, si rivelano le osservazioni di F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva*, cit., 1292, per il quale i diritti di soci e investitori «“scolorano” – a prescindere dalla loro indiscussa subordinazione, in linea di principio, ai diritti dei creditori sociali (...) – al rango di interessi largamente, se non liberamente (stanti i limiti posti dagli artt. 41 e 42 Cost.), disponibili da parte dei soggetti funzionali depositari del potere di ristrutturazione della società in crisi: gli amministratori e il tribunale, con i suoi ausiliari».

¹⁰ Invero, E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house tra crisi di impresa e direzione e coordinamento del socio pubblico: alcune riflessioni alla luce del nuovo art. 120-bis, CCII*, in *Il diritto dell'economia*, 2023, 186, ha obiettato come l'intervento del legislatore interno sia stato comunque sproporzionato rispetto ai fini che si proponeva la Direttiva «ove si consideri che lo stesso non si è avvalso della facoltà – pure consentita – di adattare alla natura e alle dimensioni dell'impresa il significato da attribuire al divieto di “impedire od ostacolare irragionevolmente” l'adozione del piano di ristrutturazione». Dello stesso avviso pare, prima ancora, anche F. GUERRERA, *L'espansione della regola di competenza esclusiva*, cit., 1282.

società *in house providing* in ragione delle caratteristiche tipologiche di queste ultime, già prima descritte.

Si è rilevato come nelle società *in house providing* sarebbe strutturale l'influenza determinante del socio pubblico sulle materie di carattere strategico, quali, per l'appunto, l'individuazione degli strumenti per il superamento della crisi e delle operazioni straordinarie correlate alla sua attuazione (con la precisazione che le operazioni sul capitale sociale coinvolgerebbero il socio pubblico che è soggetto al noto divieto di soccorso finanziario¹¹)¹².

Con specifico riguardo all'art. 120-*bis* del Codice della crisi, sono, quindi, state avanzate diverse opzioni interpretative che spaziano dall'inapplicabilità della norma alla società domestica alla sua applicabilità *tout court*, proponendosi, finanche, un'applicazione con adattamenti.

Quanto alla tesi dell'inapplicabilità della norma (e di quelle altre pure dettate all'interno della medesima sezione) alle società *in house*, la stessa sarebbe contraddetta dall'assenza di preclusioni contenute nella disciplina di cui al d.lgs. n. 175/2016, che, anzi, non occupandosi di quanto previsto dall'art. 120-*bis* del Codice della crisi, necessiterebbe di essere "integrato" proprio richiamando la norma di carattere generale¹³.

D'altra parte, se l'applicazione alla società affidataria in via diretta potrebbe trovare conferma nel primo (e, al momento, a quanto consta,

¹¹ Trattasi, nello specifico, di quanto previsto dall'art. 14, comma 5, del d.lgs. n. 175/2016. Sul tema v., tra i contributi più recenti, G. COLTRARO, *La prevalenza dell'interesse (extra sociale) della P.A. sull'interesse dei creditori della società pubblica nella fase di crisi e di insolvenza tra CCII e TUSP*, in *Giust. civ.*, 2024, 141 ss.

¹² Il punto viene evidenziato, specialmente, da E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 187.

¹³ In tal senso è orientata pure E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 188 – 189, la quale aggiunge che «mentre la Direttiva attribuisce agli ordinamenti nazionali la possibilità di esonerare specifiche figure in quanto sottoposte ad un regime speciale (...), la tendenza del legislatore interno è invece quella di estendere l'applicazione di tali disposizioni, in quanto compatibili, anche agli imprenditori collettivi diversi dalle società (art. 120-*bis*, comma 6)».

unico) provvedimento in argomento¹⁴, essa potrebbe, in effetti, comportare qualche adattamento.

In particolare, la dottrina che si è interrogata sul punto ritiene che la situazione del socio pubblico sarebbe diversa da quella del socio che abbia interesse a interferire, in modo opportunistico, sull'accesso e sulla gestione della crisi, dovendo l'esercizio da parte dello stesso socio di un'influenza determinante su materie strategiche e significative per la società essere qualificata alla stregua di una condizione di esistenza della stessa fattispecie *in house providing*¹⁵.

Ora, anche a voler prescindere da simili proposte ricostruttive, che, comunque, pongono il problema di operare un'interpretazione "adeguatrice" delle disposizioni in questione rispetto alle società domestica (v. anche *infra*)¹⁶, è possibile procedere all'esame delle diverse questioni che si proveranno di seguito ad affrontare nella consapevolezza dell'applicabilità dell'art. 120-*bis* (e delle altre norme che formano la stessa sezione) alle società *in house providing*.

3. Il ruolo del socio pubblico prima dell'accesso allo strumento di regolazione della crisi.

È allora possibile passare a esaminare la prima delle previsioni di cui al citato art. 120-*bis*, ovvero quella che consente all'organo gestorio di decidere – *in via esclusiva* – l'accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza, determinandone anche il contenuto della

¹⁴ Cfr. il richiamato provvedimento del 18 aprile 2023 emesso dal Tribunale di L'Aquila: nel decreto si dà, in effetti, per pacifica l'applicazione dell'art. 120-*bis*.

¹⁵ E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 191, distingue, allora, tra l'esercizio «fisiologico» del controllo analogo e l'intervento del socio pubblico che «possa ingiustificatamente rallentare la risoluzione della crisi e l'adozione di adeguate misure di risanamento», esponendo il socio medesimo alle conseguenti responsabilità e intestando agli amministratori il compito di trovare «di volta in volta soluzioni atte a risolvere il conflitto tra l'esigenza di attuare il controllo analogo e quella di consentire una rapida gestione della crisi attraverso gli strumenti più appropriati».

¹⁶ Operazione, peraltro, non nuova dal punto di vista ermeneutico con riguardo alle società pubbliche: si veda, in tal senso, il tentativo posto in essere da D. DE FILIPPIS, *Composizione negoziata della crisi e società pubbliche. Spunti per un'interpretazione «adeguatrice»*, in *I Battelli del Reno*, 2022, 1 ss., a proposito della disciplina in tema di composizione negoziata della crisi.

proposta e le condizioni del piano. La stessa norma, al comma 3, grava, poi, l'organo amministrativo dell'obbligo dell'informativa ai soci della decisione di accedere allo strumento prescelto.

Se, in generale, la soluzione di assegnare alla competenza esclusiva degli amministratori di tutte le società la verifica delle condizioni di crisi e di insolvenza e quella di decidere quale strumento di regolazione della crisi adottare parrebbe coerente con il sistema che intesta proprio agli amministratori una gestione improntata alla prevenzione della crisi, avuto riguardo specialmente al novellato art. 2086 c.c.¹⁷, qualche dubbio sorge a proposito della coerenza di tale previsione con le caratteristiche “tipologiche” della società domestica.

Difatti, nel caso delle società pubbliche *in house providing*, come detto, vige una stretta relazione che connota i rapporti tra i soci e la *governance*, con la conseguenza che potrebbe prospettarsi la necessità, al contrario di quanto accade nelle società di diritto comune, di coinvolgere i soci nella scelta di sottoporre la società domestica a una procedura concorsuale.

In questo senso, potrebbero convergere alcuni argomenti, quali: (i) l'esigenza di contemperare, nella decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi, la pleora di interessi che vengono in evidenza; contemperamento che, nel caso di società affidataria della gestione di un servizio pubblico, solo l'ente locale-socio parrebbe in grado di effettuare, tra l'altro, con la garanzia della continuità nell'erogazione del servizio; (ii) sul piano più strettamente societario, la competenza esclusiva dell'organo amministrativo sembrerebbe confliggere con la (eventuale) presenza, all'interno dello statuto societario, di clausole essenziali per integrare il requisito del controllo analogo (v., su tutte, la già citata deroga all'art. 2380-*bis* c.c.).

In un caso e nell'altro, la norma del Codice della crisi andrebbe dunque a comprimere prerogative o, finanche, a “neutralizzare” deroghe al diritto societario che lo stesso Testo unico ha ammesso. Né basterebbe sostenere che, per impedire una simile conseguenza, il socio pubblico sarebbe coinvolto, nella decisione di accedere a uno strumento di regolazione della crisi o dell'insolvenza, *ex post*, ovvero per mezzo dell'informativa – prevista per legge – sulla decisione assunta (*rectius*,

¹⁷ In tal senso è l'opinione, tra gli altri, di N. MICHIELI, *Il ruolo dell'assemblea*, cit., 869.

come dice la legge, *avvenuta*) di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Un coinvolgimento di questo tipo sarebbe, a dir poco, sproporzionato a fronte di così estese prerogative riconosciute al socio pubblico.

Questo autorizzerebbe, perlomeno in astratto, l'interprete a proporre soluzioni interpretative idonee a "rivedere" l'applicazione del precetto che vorrebbe i soci pubblici del tutto estromessi dalla condivisione della scelta, nel caso di società *in house providing*.

Un ostacolo a una simile iniziativa sarebbe rappresentato, tuttavia, dall'assenza di deroghe (testuali) nella norma del Codice della crisi; né, in tal senso, potrebbe considerarsi utile invocare il precetto dello stesso Codice (art. 1, comma 3) che fa salve «*le disposizioni delle leggi speciali in materia di crisi di impresa delle società pubbliche*», dovendosi constatare come, nel Testo unico partecipate, non vi sia una norma che si riferisca (né in modo esplicito né, tantomeno, in modo implicito) alla fattispecie che si sta considerando¹⁸.

Peraltro, anche nel citato provvedimento che, per primo, ha affrontato l'applicazione dell'art. 120-*bis* a una società domestica è stato affermato che la decisione di accedere a una procedura concorsuale non necessiterebbe di preventivi confronti, pareri o approvazioni di sorta da parte degli altri organi sociali, spettando la decisione, in via esclusiva, all'organo amministrativo.

Insomma, soppesando le ragioni favorevoli e contrarie, il tentativo interpretativo prospettato poco prima sembra, immediatamente, arenarsi. Gli argomenti in senso contrario parrebbero, in effetti, maggiormente solidi. Difatti, pur tralasciando la pronuncia giurisprudenziale citata (la quale ben potrebbe essere superata, in un futuro prossimo, da orientamenti successivi di segno contrario: v., in generale, anche *infra*), ostativa sarebbe, in special modo, l'impossibilità di disapplicare una norma valida per tutte le società.

¹⁸ Sul punto, v. pure E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 191.

4. Il socio pubblico e la fase successiva all'accesso allo strumento di regolazione della crisi.

Proseguendo nell'esame della posizione del socio pubblico in pendenza della procedura concorsuale azionata, si possono, a questo proposito, distinguere tra due momenti: il primo è collegabile a quello appena analizzato, ovvero il diritto dei soci di ricevere informazioni in pendenza della procedura, l'altro riguarda, invece, il contenuto del piano.

4.1. (segue) Il diritto dei soci di ricevere informazioni sull'andamento della procedura.

Come detto, l'art. 120-*bis* contempla, tra l'altro, l'obbligo per gli amministratori di riferire periodicamente ai soci sull'andamento della procedura cui abbiano ritenuto di accedere. Commentando tale previsione, la dottrina ha ritenuto che: (i) la sede "naturale" di siffatte comunicazioni dovrebbe essere l'assemblea, ancorché la legge non escluda altre forme (e sedi) di informazione; (ii) la periodicità della comunicazione non è stabilita per intervalli di tempo determinati, ma occorre aver riguardo a «criteri che realizzino un ragionevole equilibrio tra contrastanti esigenze, non ultima quella dell'efficienza dell'azione amministrativa»; (iii) l'operato degli amministratori, nell'effettuare l'informativa in questione, dovrebbe essere improntato a correttezza e buona fede¹⁹.

In sintesi, parrebbe pacifico che, nei confronti del socio, sia dovuta una costante e aggiornata informativa da parte dell'organo gestorio sulla procedura; per converso, al medesimo socio è attribuibile l'esercizio di prerogative di carattere informativo attinenti all'andamento della procedura medesima.

Trattasi, ad ogni modo, di diritti che si appalesano tanto più essenziali al cospetto del socio pubblico che rimarrebbe, comunque, titolare del controllo analogo sulla società partecipata, con un aggravio – è da ritenere – delle responsabilità dell'organo gestorio in difetto di adempimento dell'obbligo in discorso o (il che è lo stesso) in caso di suo negligente adempimento.

¹⁹ Così M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l'accesso*, cit., 1257.

Ma, sugli strumenti per far valere le responsabilità dell'amministratore di società sottoposta a una procedura concorsuale si tornerà a breve.

In particolare, l'eventuale scostamento da quanto previsto nel piano, anch'esso oggetto di apposita informativa ai soci, avrebbe conseguenze di non poco momento, determinando l'insostenibilità del piano medesimo e, in definitiva, l'impossibilità di darvi attuazione, con conseguente necessità di provvedere alle opportune modifiche, ove possibili²⁰. Sicché, in questi casi, dovrebbe procedersi, per l'appunto, alla convocazione del comitato per il controllo analogo (o organi simili), se esistente, o dell'assemblea per rendere i soci informati sullo stato di avanzamento del piano e sulle iniziative idonee a modificarlo per darvi corretta esecuzione.

Da tanto deriverebbe l'obbligo (in realtà, sussistente *ex lege*) in capo all'organo amministrativo e di controllo di verificare attentamente l'esecuzione del piano e segnalare tempestivamente eventuali scostamenti. E, in questa prospettiva, anche gli enti locali-soci dovrebbero, nelle sedi opportune (per esempio, il comitato per il controllo analogo, ove costituito) e con i mezzi di maggiore trasparenza possibile, proporre apposite richieste all'organo gestorio. All'esito della acquisizione delle predette informative, potrà valutarsi, come detto, la rilevanza di eventuali scostamenti sul piano e la necessità di apportare modifiche.

Insomma, al socio della società *in house* spetta il diritto a essere informato sull'andamento della procedura concorsuale pendente nei termini appena enunciati. È appena il caso di ribadire che il diritto in questione è da reputarsi, in ogni caso, "rafforzato" rispetto a quello *ordinariamente* esercitabile da parte del socio di società di diritto comune, in considerazione di quell'ingerenza tipica (e ontologica) della pubblica amministrazione-socia sulla gestione della società, anche se in crisi. Il tutto anche nella prospettiva di evitare eventuali responsabilità, anche per condotte omissive, da eterodirezione dell'ente socio (su cui v. *infra*).

²⁰ Si pensi, a tacer d'altro, a quanto previsto per l'accordo di ristrutturazione dei debiti dall'art. 58, comma 2, del Codice della crisi. In termini più ampi, è possibile considerare quanto previsto dal secondo comma dell'art. 120-*bis* che, con l'inciso «*anche modificato prima dell'omologazione*», sembra riferirsi proprio all'eventualità ipotizzata nel testo.

4.2. (segue) *Il contenuto del piano: modifiche statutarie, operazioni sul capitale e straordinarie.*

Si è detto che, nella “compressione” dei diritti di partecipazione dei soci, rientra anche l’impossibilità, per questi, di condizionare, con una loro deliberazione, le decisioni sull’attuazione di operazioni (sul capitale o straordinarie) idonee a incidere direttamente sui loro diritti. Operazioni che potrebbero finanche condurre alla “soppressione” della posizione stessa del socio. Per far questo, il citato art. 120-*quinquies* non richiederebbe neppure il passaggio assembleare, essendo, sotto questo profilo, sufficiente il provvedimento di omologazione, che, tra l’altro, autorizzerebbe gli amministratori a compiere ogni ulteriore modificazione statutaria programmata dal piano.

Invero, simili operazioni paiono suscettibili di mettere a repentaglio la sopravvivenza del modello stesso delle società partecipate da una pubblica amministrazione, *in house* o miste, portando a una sostanziale disapplicazione – in difetto, allo stato, di disposizioni di coordinamento tra i due “sistemi” normativi – delle norme del d.lgs. n. 175/2016.

Problemi di compatibilità potrebbero prospettarsi, partitamente, nella parte in cui la norma consente all’organo gestorio «*qualsiasi modificazione dello statuto della società debitrice*», «*limitazione o esclusione del diritto d’opzione*» o «*altre modificazioni che incidono direttamente sui diritti di partecipazione dei soci*», oltre che «*fusioni, scissioni e trasformazioni*».

Per le società a partecipazione pubblica valgono, com’è noto, regole che impongono il coinvolgimento, a livello procedimentale, della pubblica amministrazione in caso, a tacer d’altro, di vincoli d’attività, costituzione, modifiche significative dell’oggetto sociale, trasformazione e alienazione della partecipazione sociale²¹. Ma, quello che desta maggiori timori sul piano della coerenza del sistema della crisi dell’impresa pubblica sarebbe la possibilità, in astratto ammessa dalle norme valide per le società di diritto comune, di apportare modifiche allo statuto, nonché di ridimensionare, con la limitazione o

²¹ Cfr., segnatamente, l’art. 10 del Testo unico partecipate: per un commento alla norma v., tra i più recenti, quello di F. FRENI, *Sub art. 10*, in G. Morbidelli (a cura di), *Codice delle società a partecipazione pubblica*, Milano, 2018, 275 ss.

l'esclusione del diritto d'opzione, la partecipazione del socio pubblico alla società *in house providing*.

L'impressione è che le modifiche allo statuto della società domestica non potrebbero andare a incidere su quelle norme dello statuto idonee a configurare *tipologicamente* tale società: così sarebbe, per citarne alcune, per la già richiamata deroga all'art. 2380-*bis* c.c. oppure l'istituzione di uffici di controllo interno a norma dell'art. 6, comma 3, lett. b) del Testo unico partecipate oppure, ancora, la dedizione, prevista dallo statuto, di oltre l'ottanta per cento del fatturato per lo svolgimento dei compiti affidati alla società dall'ente pubblico o dagli enti pubblici soci.

Ragionando diversamente, si consentirebbe all'organo gestorio – che pure sarebbe espressione dell'ente pubblico-socio – di realizzare un vero e proprio “colpo di mano” tale da ridimensionare il ruolo del socio stesso o, specialmente in caso di società pluripartecipata, liberarsi dell'ente pubblico-socio “sgradito” a quello di maggioranza; parallelamente, così facendo, si potrebbe finanche determinare il venire meno dei requisiti che legittimano l'affidamento in via diretta.

Certamente, in questa logica, non è possibile non considerare alcuni strumenti “difensivi” a disposizione del socio: a mente del comma 3 dell'art. 120-*quater*, il socio pubblico potrebbe opporsi all'omologazione²² oppure, prima ancora, in base all'art. 120-*bis*, comma 5, «*i soci che rappresentano almeno il dieci per cento del capitale sono legittimati alla presentazione di proposte concorrenti*».

Si tratterebbe, nondimeno, di rimedi che presentano qualche difficoltà applicativa. Il primo dovrebbe, infatti, misurarsi con l'alternativa liquidatoria. Nel discorso che si sta conducendo non è in discussione, tuttavia, l'eventualità che venga offerto al socio pubblico un trattamento più conveniente di quello che otterrebbe in caso di liquidazione, ma la circostanza che, a seguito delle modifiche statutarie, l'organo gestorio potrebbe operare “in solitaria”; situazione, quest'ultima, che, a ben vedere, non potrebbe fondare l'opposizione. Invece, la possibilità di presentare proposte concorrenti, da parte dei

²² In generale, com'è stato evidenziato da R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, cit., 1147 s., il «principale strumento di difesa dei soci risiede nella possibilità di opporsi all'omologazione, qualora il concordato sarebbe per loro meno favorevole rispetto all'alternativa liquidatoria, come indicato dal comma 3 dell'art. 120-*quater* CCII».

soci, sarebbe comunque subordinata al raggiungimento di una percentuale del capitale sociale che, specialmente per la società *in house* pluripartecipata (ove si assiste, sovente, a una “polverizzazione” del capitale sociale), potrebbe non essere agevolmente raggiungibile.

Se si ritengono insufficienti siffatti congegni, l’alternativa al momento praticabile consiste nel proporre un adeguamento delle norme dettate per la crisi e l’insolvenza delle società, calandole nella disciplina propria di quelle pubbliche ed evitando, per tal via, quei conflitti fra i due diversi plessi normativi che metterebbero a serio rischio la coerenza interna del sistema.

5. La responsabilità dell’organo gestorio nella conduzione del risanamento della società pubblica.

Poco prima, si accennava alla possibilità che il non corretto adempimento da parte dell’organo gestorio nella conduzione del risanamento dell’impresa pubblica potrebbe determinare una responsabilità dell’organo medesimo nei confronti del socio; il che sollecita, in generale, la riflessione in merito alla sorte delle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori in pendenza di una procedura concorsuale²³.

Per le società di diritto comune, è stato osservato come la responsabilità in cui potrebbero incorrere gli amministratori consisterebbe nella necessità di trovare una sintesi tra i vari interessi in gioco e, nello specifico, nella verifica se sia stata o meno giustificata la scelta di accedere a uno strumento di regolazione della crisi e dell’insolvenza piuttosto che, per esempio, “sondare” la disponibilità dei soci a intervenire con nuovi conferimenti o finanziamenti, oppure proporre, sin da subito, l’apertura della liquidazione giudiziale²⁴.

²³ Secondo A. SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori durante le procedure di ristrutturazione*, in *Dir. fall.*, 2023, I, 829, «per quanto attiene all’azione sociale di responsabilità, dal deposito della domanda di concordato fino alla relativa omologazione, la società e gli altri soggetti legittimati (...) conservano la legittimazione alla prosecuzione o all’esercizio dell’azione, senza necessità di autorizzazione del giudice delegato dal tribunale, non trattandosi di atto eccedente l’ordinaria amministrazione, bensì di un atto di realizzazione dell’attivo».

²⁴ In questi termini v. M.S. SPOLIDORO, *I soci dopo l’accesso*, cit., 1267, il quale richiama, nello specifico, l’art. 19 della già citata Direttiva *Insolvency* a mente del quale «gli Stati membri provvedono affinché, qualora sussista probabilità di

In quest'ambito, sempre secondo questa dottrina, più direttamente attinti, in caso di erronea (intesa come negligente, irragionevole o dolosa) scelta dello strumento di regolazione della crisi, sarebbero i soci e i creditori i quali potrebbero far valere ciascuno per sé il pregiudizio patito, se ricorrono gli altri presupposti per l'esercizio dell'azione²⁵.

Ancora in generale, sarebbe da valutare – tra i rimedi esperibili nei confronti dell'organo gestorio – la possibilità di procedere alla sua revoca, anche in assenza di una giusta causa. Il tema riguarda, in questo caso, la vigenza della previsione che impone, come visto sopra, che la revoca degli amministratori sia inefficace se non ricorre una giusta causa «*dalla iscrizione della decisione nel registro delle imprese e fino alla sua omologazione*». Secondo l'interpretazione che pare più persuasiva, dopo l'omologazione e «solo per fatti sopravvenuti», riprenderebbe, in ogni caso, vigore «l'ordinario regime di revocabilità degli amministratori senza necessità di alcun preventivo controllo giudiziario, salvo il diritto al risarcimento del danno sofferto dall'amministratore ingiustificatamente revocato»²⁶.

In linea di principio, le considerazioni appena svolte permettono di ritenere esperibili – in pendenza di una procedura concorsuale e sul presupposto che ricorrano le condizioni previste dalla legge –: (a) l'azione di responsabilità nei confronti dell'organo gestorio da parte della società sia per condotte anteriori all'attivazione dello strumento di regolazione della crisi lesive del patrimonio sociale sia per quelle condotte più direttamente collegate alla gestione della crisi (o dell'insolvenza), come, per citarne alcune, proprio il mancato o carente adempimento dell'obbligo di informativa ai soci sull'andamento della procedura; (b) l'azione di responsabilità esercitata dal singolo socio il

insolvenza, i dirigenti tengano debitamente conto come minimo dei seguenti elementi: a) gli interessi dei creditori, e dei detentori di strumenti di capitale e degli altri portatori di interessi; b) la necessità di prendere misure per evitare l'insolvenza; e c) la necessità di evitare condotte che, deliberatamente o per grave negligenza, mettono in pericolo la sostenibilità economica dell'impresa».

²⁵ Sempre per M.S. SPOLIDORO, *ivi*, 1268, «la società, allorché divenga insolvente, non abbia un proprio interesse a essere liquidata o ristrutturata in un modo o nell'altro»; del pari, la tutela dei creditori sociali «sembrerebbe (per quanto attiene alla loro considerazione come collettività all'interno di eventuali classi omogenee) inserita nella disciplina dei vari strumenti che disciplinano la crisi di impresa insolvente».

²⁶ Così R. RORDORF, *I soci di società in crisi*, cit., 1150.

quale potrebbe dolersi del pregiudizio patito in via diretta, per effetto di condotte dell'organo gestorio che, prima o dopo l'attivazione dello strumento di regolazione della crisi, abbiano provocato un danno diretto al suo patrimonio, che non sia legato, per costante giurisprudenza, alla conservazione del patrimonio sociale²⁷.

Le conclusioni appena raggiunte, in punto di società di diritto comune, sembrano necessitare di qualche precisazione, ove si tenga conto delle specificità delle società pubbliche in crisi (o insolventi).

Da questo punto di vista, occorre difatti considerare la previsione di cui all'art. 12 del T.u. partecipate a mente della quale «*i componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società partecipate sono soggetti alle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali, salva la giurisdizione della Corte dei conti per il danno erariale causato dagli amministratori e dai dipendenti delle società in house*».

Da tale norma – e, in particolare, dall'inciso appena riportato – potrebbe ricavarsi, sul piano interpretativo, l'attribuzione, in via esclusiva, della giurisdizione sull'azione per *mala gestio* esercitata nei confronti dell'amministratore di società *in house* al giudice contabile, con applicazione di regole differenti per il relativo accertamento.

Ciò, nondimeno, non sembrerebbe provocare una limitazione ai fini dell'esperimento dell'azione da parte degli stessi soci della società e dei creditori sociali dinanzi al giudice civile: è prevalso, in giurisprudenza, l'orientamento secondo cui «ove anche sia ipotizzabile la giurisdizione della Corte dei conti, essendosi al cospetto di società qualificabili come *in house*, deve ravvisarsi la reciproca autonomia e quindi l'ammissibilità del concorso dell'azione di responsabilità ordinaria e contabile, anche quando trovino causa nei medesimi fatti materiali, e perfino ove la prima sia direttamente intentata dalle singole amministrazioni coinvolte (Cass. S.U. n. 26738/2021). Infatti (cfr. Cass. S.U. ord. 19/02/2019, n. 4883), l'azione di responsabilità per danno erariale e quella di responsabilità civile promossa dalle singole

²⁷ Con riguardo all'esercizio dell'azione di cui all'art. 2395 c.c., A. SANTONI, *Doveri e responsabilità degli amministratori*, cit., 830, non ritiene che ai soci «si possa riconoscere il diritto di impugnare le deliberazioni lesive dei loro diritti ex art. 2388, 4° comma, c.c., assunte dagli amministratori in attuazione del piano, posto che quest'ultimo, in tale fase, sembrerebbe rappresentare il principale parametro di legittimità dell'attività gestoria».

amministrazioni interessate davanti al giudice ordinario restano reciprocamente indipendenti, anche quando investano i medesimi fatti materiali, essendo la prima volta alla tutela dell'interesse pubblico generale, al buon andamento della Pubblica amministrazione ed al corretto impiego delle risorse, con funzione prevalentemente sanzionatoria, e la seconda, invece, al pieno ristoro del danno, con funzione riparatoria ed integralmente compensativa, a protezione dell'interesse particolare della parte attrice (conf. Cass. S.U. 10019/2019). Ne deriva che eventuali interferenze tra i due giudizi integrano una questione, non di giurisdizione, ma di proponibilità dell'azione di responsabilità innanzi al giudice contabile, da far valere peraltro dinanzi al giudice successivamente adito (Cass. S.U. n. 5978/2022; Cass. S.U. n. 15570/2021)»²⁸.

In sintesi, non v'è dubbio che, in sede assembleare, possa deliberarsi sull'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti dell'organo gestorio (che abbia rivestito la carica negli intervalli di tempo in cui sono stati commessi gli atti di cattiva amministrazione), applicandosi le regole proprie del diritto societario, anche sul piano processuale.

Ulteriore angolo visuale dal quale guardare al profilo della responsabilità dell'organo gestorio della società *in house providing* è quello della responsabilità nella quale potrebbe incorrere la pubblica amministrazione-socia nel caso di abuso dell'attività di direzione unitaria.

L'indirizzo giurisprudenziale che si sta formando di recente è nel senso di ritenere che il controllo analogo possa essere ricondotto a una manifestazione dell'attività di direzione e coordinamento, pervenendosi, finanche, a ritenere che la direzione unitaria dell'ente pubblico sulla società domestica sarebbe da considerare *in re ipsa*, essendo il controllo analogo esercitato nell'interesse dell'ente e non in quello esclusivo della società controllata²⁹.

²⁸ Così, di recente, Cass., sez. un., 12 maggio 2023, n. 13088, in *DeJure*. Per una ricostruzione, anche con gli opportuni riferimenti giurisprudenziali, dell'articolata materia si rinvia al contributo di A. SCARPA, *Società in house e riparto di giurisdizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, I, 460 ss.

²⁹ Cfr., su tutte, Trib. Palermo, 12 luglio 2023, n. 3467, in *DeJure*. Per l'estensione anche alla pubblica amministrazione-socia dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento: oltre alla citata sentenza poco prima, v., di recente, pure Trib. Napoli, 5 ottobre 2023, n. 9020, che ha ritenuto ammissibile l'azione *ex art.* 2497 c.c. sul

La questione che, in questa prospettiva, resta da risolvere è se, nell'esercizio di una siffatta attività, alla pubblica amministrazione-socia possa imputarsi una responsabilità da direzione e coordinamento *ex art. 2497 c.c.*: a fronte dell'indirizzo negativo, che si basa sulla norma d'interpretazione autentica di cui all'art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009³⁰, è in via di consolidamento la posizione (opposta) che, tenendo conto dell'evoluzione del sistema (e, anche, del diritto della crisi d'impresa), considera ingiustificata l'esclusione della pubblica amministrazione-socia dall'ambito applicativo della norma codicistica sulla responsabilità da abuso di eterodirezione³¹.

Responsabilità che, nel caso di specie, potrebbe attingere, per esempio, l'ente pubblico-*holding* che abbia impartito le direttive – rivelatesi, poi, pregiudizievoli – in merito al contenuto dello strumento di regolazione della crisi prescelto dalla società debitrice sottoposta alla sua direzione e, in particolare, alle modificazioni statutarie a esso

presupposto che tale norma si riferisca genericamente alla società e agli enti che esercitano attività di direzione e coordinamento, essendo irrilevante, in questa prospettiva, il citato art. 19, comma 6, d.l. n. 78/2009.

³⁰ Tale norma stabilisce, nello specifico, che «l'articolo 2497, primo comma, del codice civile, si interpreta nel senso che per enti si intendono i soggetti giuridici collettivi, diversi dallo Stato, che detengono la partecipazione sociale nell'ambito della propria attività imprenditoriale ovvero finalità di natura economica o finanziaria». Nonostante tale previsione, già i primi commentatori negavano comunque la sottrazione dello Stato: v., tra gli altri, V. CARIELLO, *Brevi note critiche sul privilegio dell'esonero dello Stato dall'applicazione dell'art. 2497, co. 1, c.c. (art. 19, co. 6, d.l. n. 78/2009)*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, 343 s., P. MONTALENTI, *Le società a partecipazione pubblica: spunti di riflessione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2010, 10 s., P. BENAZZO, *La governance nelle società a partecipazione pubblica tra diritto comune e diritto speciale*, in *RDS*, 2011, 17 s., e F. FIMMANÒ, *L'ordinamento delle società pubbliche tra natura del soggetto e natura dell'attività*, in F. Fimmanò (a cura di), *Società pubbliche: ordinamento, crisi ed insolvenza*, Milano, 2011, 13 s., rileva come si tratta di una norma «assai discutibile, apparentemente generale, invece diretta ad un caso specifico e cioè la vicenda della crisi Alitalia».

³¹ Si veda, in questo senso, la posizione di E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 194 ss., la quale ritiene che la disapplicazione della responsabilità *ex art. 2497 c.c.* per le società partecipate comporterebbe, da un lato, «un arretramento della tutela dei soci e dei creditori delle stesse (i quali non potrebbero disporre degli specifici strumenti di tutela preventiva e risarcitoria previsti *ex artt. 2497 ss., c.c.)*», dall'altro, «porrebbe il socio pubblico in una situazione di ingiustificato privilegio rispetto a qualsiasi altro soggetto privato che ponga in essere la medesima condotta e produca i medesimi effetti pregiudizievoli».

correlate³². E, prima ancora, sullo stesso socio graverebbe comunque un potere-dovere di monitoraggio sulla società eterodiretta quanto alla prevenzione della crisi e all'allestimento di strumenti tempestivi e adeguati in presenza di segnali di emersione.

6. Sintesi dei risultati raggiunti e un pronostico conclusivo.

All'esito delle questioni affrontate, è lecito svolgere qualche riflessione conclusiva a proposito del (generale) rapporto tra diritto della crisi d'impresa e disciplina delle società pubbliche. Lo specifico angolo visuale che è stato prescelto ha mostrato difatti come l'applicazione alla società *in house providing* degli artt. 120-*bis* e seguenti del Codice della crisi implichi qualche adeguamento sul piano interpretativo.

Si è detto, in particolare, che l'applicazione di siffatte norme alla società domestica comporta che: (a) l'ente pubblico-socio è titolare di un diritto a ricevere informazioni che, in considerazione delle caratteristiche tipologiche della società *in house*, parrebbe "rafforzato" rispetto a quello ordinariamente esercitabile da qualsiasi altro socio (di società di diritto comune); (b) le modifiche statutarie o le operazioni sul capitale e straordinarie potrebbero essere incluse nel piano di risanamento posto a fondamento dello strumento di regolazione della crisi, a patto che si possano salvaguardare quelle disposizioni, valide, specialmente, per le società a controllo pubblico, che impongono svariati limiti sotto tali profili; (c) nell'ipotesi di inesatto inadempimento (o mancato adempimento) del predetto obbligo informativo e, in ogni caso, in presenza degli estremi per l'esercizio dell'azione sociale di responsabilità o di quella da esercitarsi dal singolo socio, sono esperibili tali azioni (o la revoca degli amministratori) anche in pendenza della procedura concorsuale, tenendosi presente, in questa prospettiva, il necessario coordinamento con le norme dettate per l'azione di responsabilità esercitata nell'ambito di una società a partecipazione pubblica.

³² E. CODAZZI, *L'esercizio del controllo analogo su società in house*, cit., 200, ammette che la riserva di competenza amministrativa *ex art. 120-bis* del Codice della crisi non impedisca all'ente di porre in essere quanto si prospetta nel testo.

In altri termini, per evitare che si venga a creare un *vulnus* nel rapporto tra generale (diritto della crisi d'impresa) e particolare (la disciplina dettata per le società pubbliche) devono ipotizzarsi margini all'interno dei quali l'interprete possa operare comunque un coordinamento, che, se non effettuato, rischierebbe, come detto, di minare la coerenza interna del sistema e, nello specifico, di quel diritto delle società pubbliche che si è inteso avvicinare il più possibile a quello delle società di diritto comune.

A tal proposito, un'avvertenza sembra, però, farsi spazio rispetto a una (indubbia) esigenza di questo tipo: la difficoltà maggiore riguarderebbe l'ipotesi in cui la disciplina "speciale" non contenga deroghe a quella generale, non potendosi invocare la già citata norma di cui all'art. 1, comma 3, del Codice della crisi; in casi come questi, l'opera di "adeguamento" non pare, francamente, agevole.

Invero, a fronte delle difficoltà di "contestualizzazione" della norma generale al cospetto della società *in house providing*, è agevolmente pronosticabile il formarsi di posizioni differenziate tra dottrina e giurisprudenza, come, peraltro, conferma il caso della prima pronuncia sull'art. 120-*bis* con riguardo alla società domestica, con buona pace non solo della certezza del diritto ma soprattutto con lo spettro di un ritorno a una stagione fatta di (continui) *revirements* non dissimile da quella, già vissuta, della fallibilità delle società pubbliche.

Il titolare effettivo di società nel nuovo Regolamento UE Antiriciclaggio (n. 2024/1624)

SOMMARIO: 1. Il nuovo pacchetto di disposizioni UE in materia di antiriciclaggio. – 2. La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità, sul piano ermeneutico, di una frequente comparazione tra le diverse versioni linguistiche del Regolamento. – 3. La ricognizione dell'area soggettiva di applicazione della nuova definizione del titolare effettivo. – 4. La riduzione dei criteri da tre a due: criterio della partecipazione (non più della proprietà) e criterio del controllo; abbandono del criterio residuale (e sua sopravvivenza in forma diversa e più appropriata). – 5. L'affermazione testuale del potenziale carattere cumulativo (e non solo alternativo o subordinato) dei due criteri. – 6. *Segue:* ambito del cumulo: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e controllo di fatto (controllo con mezzi diversi)? – 7. *Segue:* controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%)? Concorso di forme diverse di controllo di fatto (interno ed esterno) e di controllo di diritto? – 8. Il criterio della "partecipazione": partecipazione al capitale o tramite diritti. – 9. Il riferimento alla "proprietà": la questione dei diritti reali parziali. – 10. La "proprietà indiretta": tra "top down" (come criterio principale) e "moltiplicatore" (come criterio residuale). – 11. Il cumulo delle partecipazioni (dirette e indirette). – 12. Il criterio del controllo: sub-articolazioni; controllo diretto e indiretto. – 13. Il "controllo del soggetto giuridico": l'influenza significativa. – 14. Il potere di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico. – 15. Il controllo attraverso una partecipazione. – 16. Il controllo con altri mezzi nelle ipotesi di cui al par. 3: a) tramite i diritti di voto. – 17. *Segue:* b) tramite la nomina o la revoca degli organi. – 18. *Segue:* c) tramite diritti di veto o di decisione. – 19. *Segue:* d) tramite le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o che comportano una movimentazione patrimoniale. – 20. *Segue:* il controllo con mezzi ulteriori e diversi, come quelli di cui al par. 4. Differenza e rapporto con le fattispecie di cui al par. 3.

1. Il nuovo pacchetto di disposizioni UE in materia di antiriciclaggio.

È stato varato il tanto atteso pacchetto di riforme della disciplina UE antiriciclaggio, composto: (i) dalla VI Direttiva Antiriciclaggio (Direttiva UE 2024/1640, del 31 maggio 2024, relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 e abroga la direttiva (UE) 2015/849 ("VI Direttiva AR"); (ii) dal Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo

(“Regolamento AR”); (iii) dal Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024 che istituisce l’Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo e che modifica i Regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010 (“Regolamento AMLA”).

Dei tre anni normativi, il secondo (il Regolamento AR) reca una nuova definizione del “titolare effettivo” di soggetti giuridici diversi dalle persone fisiche, che andrà a sostituire quella attualmente contenuta nell’art. 20, d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231¹, recante i “*Criteri per la determinazione della titolarità effettiva di clienti diversi dalle persone fisiche*”².

Muterà non solo la definizione, ma più a monte la stessa distribuzione del materiale normativo: non più una direttiva UE e una disciplina nazionale di recepimento, ma un regolamento UE e una disciplina nazionale di mera attuazione.

I tre anni normativi, già tutti in vigore, hanno tuttavia tempi di attuazione differenziati: (i) la VI Direttiva AR dovrà essere recepita entro il 10 luglio 2027 (ma gli artt. 11, 12, 13 e 15, relativi al registro dei titolari effettivi, dovranno esserlo entro il 10 luglio 2026 e l’art. 18, relativo al “punto di accesso unico alle informazioni sui beni immobili”, entro il 10 luglio 2029); (ii) il Regolamento AR troverà applicazione dal 10 luglio 2027 [salvo per i soggetti obbligati di cui all’art. 3, punto 3), lettere n) e o), ovverosia per agenti calcistici e società calcistiche professionistiche, ai quali si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2029]; (iii) il Regolamento AMLA troverà applicazione dal 1° luglio 2025.

¹ Recante l’«Attuazione della direttiva 2005/60/CE concernente la prevenzione dell’utilizzo del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo nonché della direttiva 2006/70/CE che ne reca misure di esecuzione».

² La definizione di “titolare effettivo” è, già a monte, dettata dall’art. 1, comma 2, lett. pp), come «la persona fisica o le persone fisiche, diverse dal cliente, nell’interesse della quale o delle quali, in ultima istanza, il rapporto continuativo è istaurato, la prestazione professionale è resa o l’operazione è eseguita».

2. *La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità, sul piano ermeneutico, di una frequente comparazione tra le diverse versioni linguistiche del Regolamento.*

La nuova definizione del titolare effettivo è contenuta negli articoli dal 51 al 54 del Regolamento AR.

Reiterando quella che è ormai una deprecabile abitudine in materia, anche la nuova definizione, così come quella attualmente dettata nel d.lgs. n. 231/2007, è connotata da una scadente qualità tecnica del dettato normativo, il cui linguaggio appare a tratti addirittura incomprensibile o tecnicamente inappropriato o frutto di una errata traduzione.

Avevo avuto modo di notare, commentando nei miei scritti precedenti sul tema³ l'attuale definizione, che ciò potrebbe in parte trovare una ragione (ma non una giustificazione) nel fatto che, trattandosi di disposizioni di origine eurounitaria, la loro formulazione risente della necessità di dover risultare compatibile con culture giuridiche e lessici tecnici tra loro variegati, con ogni conseguente difficoltà di tradurre il tutto in locuzioni unitarie e con un dettato normativo che inevitabilmente ne riflette tutta la fatica. Ma tale ragione non è sufficiente a giustificare quella che a tratti appare come una intollerabile sciatteria, che raggiunge il suo apice tutte quelle volte in cui, come vedremo più avanti, non ci si è curati neppure di verificare che le diverse versioni del Regolamento nelle varie lingue degli Stati membri, pur tutte egualmente ufficiali, fossero tra loro allineate. In un caso, poi, come quello in cui, nella versione italiana, si confonde l'espressione inglese "*liquidation balance*" con quella di "*liquidation balance sheet*", utilizzando quindi una formulazione del tutto errata (diritto al bilancio di liquidazione, anziché al saldo di liquidazione), nemmeno un comune traduttore tra quelli disponibili gratuitamente on-

³ V. DONATIVI, *Il "criterio della proprietà" nell'individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, in *Corporate Governance*, 2023, 719-746; *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 5-46; nonché anche *Disciplina antiriciclaggio e registro delle imprese (le "apposite sezioni" su titolari effettivi, trust e istituti giuridici affini)*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 1125-1160; e *Le nuove "apposite sezioni" del registro delle imprese su titolari effettivi, trust e istituti giuridici affini nella disciplina antiriciclaggio*, (con F. Trovato), in *Corporate Governance*, 2023, 775-808.

line avrebbe commesso un errore analogo, sollevando quindi il dubbio (invero, inquietante) che il legislatore eurounitario sia spesso un burocrate inconsapevole (o, peggio ancora, del tutto incurante) dell'importanza di avvalersi di interpreti che abbiano una conoscenza del dato giuridico in misura sufficiente a consentire loro di maneggiare con la cura dovuta il materiale normativo che sono chiamati a tradurre.

Al di là delle valutazioni critiche e venendo al piano strettamente ermeneutico, mi pare che ciò costituisca ragione sufficiente ad indurre l'interprete a fare frequente ricorso alla comparazione tra le diverse versioni linguistiche anche al fine di trarne ogni possibile spunto per una più corretta lettura della formulazione in lingua italiana.

3. *La ricognizione dell'area soggettiva di applicazione della nuova definizione del titolare effettivo.*

Le disposizioni dedicate alla definizione del titolare effettivo di soggetti giuridici diversi dalle persone fisiche non utilizzano più l'espressione "soggetti diversi dalle persone fisiche", come nell'attuale art. 20, d.lgs. n. 231/2007, ma quella, più semplice e sintetica, di "soggetti giuridici".

Con tale locuzione, pertanto, ove non diversamente specificato, devono intendersi tutti i soggetti giuridici diversi dalla persona fisica: siano essi società o enti di natura diversa; e, tra le società, siano esse dotate o meno di personalità giuridica (società di capitali o società di persone), con ciò trovando conferma un'impostazione che avevo già personalmente sostenuto nell'interpretazione dell'attuale impianto normativo, contro letture restrittive per le quali lo stesso andrebbe restrittivamente inteso come implicitamente riferito ai soli soggetti giuridici dotati di personalità giuridica piena⁴.

Nella medesima direzione spinge anche il confronto con altre lingue ufficiali, nelle quali, del pari, le locuzioni utilizzate sono ampie e non circoscritte alle sole persone giuridiche. Così, ad es., *legal entities* in contrapposizione a *natural persons* (nella versione inglese), *entidades jurídicas*, in contrapposizione a *personas físicas* (in quella spagnola), o *entités juridiques* in contrapposizione a *personnes physiques* (nella

⁴ V. DONATIVI, *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 9 ss.

versione francese). A prima vista di segno diverso potrebbe suonare l'espressione tedesca *juristischen Personen*, ma che ben si comprende alla luce della sua contrapposizione alle *natürlichen Personen* (e non ad entità giuridiche non personificate).

Ciò premesso, occorre però svolgere due precisazioni.

La prima è che lo stesso Regolamento AR spesso effettua una distinzione, all'interno dei "soggetti giuridici", tra società e soggetti giuridici diversi.

La seconda è che, tuttavia, non sempre tale distinzione risulta chiara o consapevole e non sempre la distribuzione sistematica delle disposizioni dedicate alle sole società e di quelle dedicate a soggetti giuridici diversi dalle società appare chiara e coerente.

Così, salvo a tornare sulle singole disposizioni nel prosieguo, può essere utile rammentare che:

– sono testualmente riferiti, senza distinzioni, a "*soggetti giuridici*": gli artt. 51, par. 1, nel cappello introduttivo; 53, par. 2, lett. a) e b); 53, par. 3, nel cappello introduttivo e alle lett. b) e d); 53, par. 4; 54, nella lett. a);

– sono testualmente riferiti a "*società o altro soggetto giuridico*": gli artt. 51, par. 1, lett. b); 53, par. 1;

– sono testualmente riferiti alle sole "*società*": gli artt. 51, par. 1, lett. a); 52, par. 1, 1° cpv. e 2° cpv.; 52, par. 2 e 3; 53, par. 2, lett. c); 53, par. 3, lett. a) e c); 54 [salvo il riferimento generico ai "soggetti giuridici" nella lett. a)];

– è testualmente riferito ai soli "*soggetti giuridici diversi dalla società*": l'art. 52, par. 4.

4. *La riduzione dei criteri da tre a due: criterio della partecipazione (non più della proprietà) e criterio del controllo; abbandono del criterio residuale (e sua sopravvivenza in forma diversa e più appropriata).*

All'art. 51, par. 1, troviamo l'enunciazione dei due criteri di "*Identificazione dei titolari effettivi di soggetti giuridici*" (così la sua rubrica).

Segnatamente: «I titolari effettivi di soggetti giuridici sono la persona fisica o le persone fisiche che: a) detengono, direttamente o indirettamente, una partecipazione nella società; o b) controllano,

direttamente o indirettamente, la società o un altro soggetto giuridico attraverso una partecipazione o con altri mezzi».

Ciascuno dei due criteri forma poi oggetto di specifica disciplina, rispettivamente, all'art. 52 (*“Titolarietà effettiva attraverso una partecipazione”*) e all'art. 53 (*“Titolarietà effettiva attraverso il controllo”*). Il cumulo tra i due criteri, a sua volta, è disciplinato al secondo comma dell'art. 51, con regola generale, e all'art. 54 (*“Coesistenza di partecipazione e controllo nell'assetto proprietario”*), con regola speciale, sulle quali torneremo più avanti.

Cade, quindi, il terzo criterio attualmente previsto dalla disciplina vigente, ovvero sia il c.d. “criterio residuale”: quello per il quale «Qualora l'applicazione dei criteri di cui ai precedenti commi non consenta di individuare univocamente uno o più titolari effettivi, il titolare effettivo coincide con la persona fisica o le persone fisiche titolari, conformemente ai rispettivi assetti organizzativi o statutari, di poteri di rappresentanza legale, amministrazione o direzione della società o del cliente comunque diverso dalla persona fisica» (art. 20, co. 5, d.lgs. n. 231/2007).

Ad una prima impressione potrebbe quindi sorgere il dubbio che rimanga del tutto scoperta l'ipotesi in cui non si riesca a identificare un titolare effettivo mediante applicazione dei due criteri della partecipazione e del controllo.

Ma la soluzione, in realtà, è contenuta nell'art. 63 dello stesso Regolamento AR, dove, al par. 3, è prescritto che «se, dopo aver esperito tutti i possibili mezzi di identificazione a norma degli articoli da 51 a 57, nessuna persona è identificata come titolare effettivo, o se sussistono, per il soggetto giuridico, incertezze sostanziali e giustificate sul fatto che le persone identificate siano i titolari effettivi, i soggetti giuridici conservano le registrazioni delle azioni intraprese al fine di identificare i titolari effettivi»; e, al par. 4, si aggiunge che, nei casi di cui al par. 3, «quando forniscono informazioni sulla titolarità effettiva a norma dell'art. 20 del presente regolamento e dell'art. 10 della direttiva (UE) 2024/1640, i soggetti giuridici forniscono quanto segue: a) una dichiarazione che non vi è alcun titolare effettivo o che il titolare effettivo o i titolari effettivi non hanno potuto essere determinati, corredata di una giustificazione del motivo per cui non è stato possibile determinare il titolare effettivo a norma degli articoli da 51 a 57 del presente regolamento, e di un'indicazione degli elementi che generano

incertezza in merito alle informazioni accertate; b) dati relativi a tutte le persone fisiche che occupano un posto di dirigente di alto livello nel soggetto giuridico equivalenti alle informazioni richieste a norma dell'art. 62, par. 1, lett. a) del presente regolamento». Viene infine specificato che, a tal fine, «per “dirigenti di alto livello” si intendono le persone fisiche che sono membri esecutivi dell'organo di amministrazione, nonché le persone fisiche che esercitano funzioni esecutive in seno a un soggetto giuridico e sono responsabili della gestione quotidiana del soggetto e ne rispondono all'organo di amministrazione».

In sostanza, quindi, il sistema è tendenzialmente in linea con quello attualmente vigente. Ma è più accurato e appropriato, in quanto, da un lato, risolve la questione di come interpretare la formula, invero molto ampia, che, nella disciplina attualmente vigente, indurrebbe ad includere tutti i componenti degli organi amministrativi, limitando il riferimento ai soli membri “esecutivi”; dall'altro, non dice più che i soggetti apicali sono i titolari effettivi (ciò che, in effetti, sarebbe ed è non del tutto corretto, atteso che quei soggetti sono *agents* di un interesse che fa capo ad altri *principals*, non di certo a sé stessi), ma che, non essendo possibile identificare (o identificare con certezza) i titolari effettivi, ci si limita a fornire, in via alternativa, i dati relativi ai dirigenti di alto livello del soggetto giuridico.

Molto chiaro, in tal senso, è il Considerando 125, dove si legge che, laddove risulti «impossibile identificare la persona fisica che in ultima istanza possiede o controlla un soggetto», «In tali casi eccezionali, a condizione che siano stati esperiti tutti i mezzi di identificazione, dovrebbe essere possibile *segnalare i dirigenti di alto livello, anziché i titolari effettivi [...]*» e che «Sebbene in tali situazioni siano identificati i dirigenti di alto livello, *questi ultimi non sono i titolari effettivi*» (corsi aggiunti).

5. L'affermazione testuale del potenziale carattere cumulativo (e non solo alternativo o subordinato) dei due criteri.

Al secondo comma dell'art. 51 è prescritto che «Il controllo con altri mezzi di cui al primo comma, lettera b), è individuato a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione, e in parallelo ad essa».

La previsione risolve, molto opportunamente, una delicata questione interpretativa sollevata dalla disciplina attualmente vigente: quella del carattere cumulativo o alternativo e subordinato dei due criteri.

Nei precedenti scritti in argomento avevo sostenuto con forza la soluzione del carattere cumulativo, facendo ricorso a criteri ermeneutici non solo di tipo testuale (argomento esegetico), ma anche e soprattutto alla necessità di una lettura funzionalmente orientata (argomento teleologico) e alla necessità di scongiurare il rischio di risultati palesemente illogici e irrazionali (argomento apagogico)⁵. Ciononostante, tale linea interpretativa sembrerebbe essere rimasta isolata, prevalendo in modo schiacciante l'orientamento per il quale il criterio del controllo entrerebbe in gioco esclusivamente in via alternativa/subordinata rispetto a quello della proprietà, ovverosia solo laddove nessun socio abbia partecipazioni superiori al 25%.

La previsione di cui al Regolamento AR, quindi, risolve testualmente la questione, con affermazione espressa della soluzione più logica e razionale.

Che la soluzione sia quella del cumulo è ricavabile non tanto dalla parte in cui la norma dice che il controllo è individuato «a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione», quanto dalla parte finale, in cui specifica che è individuato «in parallelo ad essa».

Con la locuzione «a prescindere», difatti, il Regolamento AR intende semplicemente precisare che il “controllo con altri mezzi” (ovverosia, come vedremo, l'equivalente del nostro controllo interno di fatto o del nostro controllo esterno) potrebbe sussistere anche in capo a persone fisiche che detengano una partecipazione inferiore al 50%+1 (= a prescindere dall'esistenza di un “controllo attraverso una partecipazione”) e finanche inferiore al 25% (= a prescindere dall'esistenza di una “partecipazione”).

Se questo è il significato della locuzione “a prescindere”, un significato diverso e ulteriore deve essere quindi assegnato alla locuzione “in parallelo”: dicendo «in parallelo ad essa», difatti, si è voluto intendere che il controllo di fatto (interno o esterno) rileverebbe, ai fini della identificazione del titolare effettivo, in parallelo alla

⁵ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 30 ss.

“esistenza” di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione, ovverosia in via cumulativa rispetto ad essa.

Di tale lettura si trae conferma anche da altre versioni ufficiali del Regolamento AR e, segnatamente, dalle versioni inglese («*shall be identified independently of and in parallel to the existence of an ownership interest or control through ownership interest*»); francese («*indépendamment et en parallèle de l'existence d'une participation au capital ou d'un contrôle par une participation au capital*») e tedesca («*unabhängig von und parallel zu dem Bestehen einer Eigentumsbeteiligung oder der Kontrolle durch Eigentumsbeteiligung*»).

Ma la conferma ancor più esplicita si trae dal Considerando 106, dove si legge che «La determinazione dell'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione è necessaria ma non sufficiente e non esclude la necessità di controlli necessari per determinare i titolari effettivi» (2° periodo); e che «La verifica dell'esercizio del controllo da parte di una persona fisica tramite altri mezzi non è una verifica successiva da effettuare solo qualora non sia possibile determinare una partecipazione. Le due verifiche, vale a dire quella dell'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione e quella del controllo tramite altri mezzi, dovrebbero essere effettuate in parallelo».

6. Segue: *ambito del cumulo: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e controllo di fatto (controllo con mezzi diversi)?*

Sul piano interpretativo, la disposizione fa riferimento testuale non già solo al cumulo tra “partecipazione” (= tra il 25% e il 50%) e “controllo con altri mezzi” (= controllo di fatto interno o esterno), ma anche al cumulo tra “controllo con altri mezzi” e “controllo attraverso una partecipazione” (= 50%+1 o >).

Prima facie, la seconda ipotesi di cumulo potrebbe apparire del tutto priva di senso. Si potrebbe, cioè, opinare che un controllo di diritto e un controllo di fatto non potrebbero mai coesistere in capo a persone fisiche diverse e che il controllo di diritto assorbirebbe ogni possibile fenomeno di controllo di fatto.

A ben vedere, una coesistenza sarebbe invece immaginabile in almeno due casi.

Il primo caso sarebbe quello di un controllo interno di diritto di una società sottoposta ad altrui controllo esterno. E ciò varrebbe tanto a fronte di un controllo esterno dovuto a una soggezione ad influenza dominante conseguente al particolare assetto dei rapporti in essere tra le parti legate da un contratto di scambio (secondo l'ipotesi più "classica" del controllo contrattuale), tanto a fronte di un controllo esterno dovuto alla stipulazione di un contratto di dominio o di altre forme contrattuali che del pari comportino la soggezione all'altrui eterodirezione (prescindendosi, qui, dal tema dei confini di validità/efficacia di pattuizioni siffatte).

Il secondo caso sarebbe quello della coesistenza tra situazioni di controllo entrambe interne, una di diritto e una di fatto. Si pensi al caso di una s.r.l. nella quale un socio A abbia una partecipazione superiore al 50% del capitale sociale e un socio B venga investito di un "diritto particolare" *ex art. 2468, co. 3, c.c.*, di nomina della maggioranza degli amministratori. Il socio A si troverebbe in una posizione che, nella terminologia del Regolamento AR, corrisponde a un "controllo attraverso una partecipazione". Il socio B, a sua volta, si troverebbe in una posizione che, sempre secondo il Regolamento AR, corrisponderebbe a una delle ipotesi tipizzate di "controllo con altri mezzi": quella di cui all'art. 53, par. 3, lett. b), secondo cui è in posizione di controllo la persona fisica che abbia il diritto di nominare la maggioranza dei membri dell'organo di amministrazione.

7. Segue: controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%)? Concorso di forme diverse di controllo di fatto (interno ed esterno) e di controllo di diritto?

Un dubbio che la norma invece solleva in ragione della formulazione letterale è quello del possibile cumulo tra controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione) e (mera) partecipazione (tra il 25% e il 50%).

Testualmente, difatti, il riferimento è alla coesistenza di un "controllo con altri mezzi", da un lato, con una "partecipazione" (= tra il 25% e il 50%) o con un "controllo attraverso una partecipazione" (= 50%+1 o >), dall'altro.

Talché potrebbero convivere una partecipazione tra il 25% e il 50% con un controllo di fatto (controllo con altri mezzi); o una

partecipazione tra il 25% e il 50% con un controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione).

Non si fa altrettanto testuale riferimento al concorso tra una “partecipazione” (= tra il 25% e il 50%) e un “controllo attraverso una partecipazione” (= 50%+1 o >).

Aderendo al dettato letterale, si avrebbe quindi che in una società con un socio A in posizione di controllo di fatto (ad es., per avere una partecipazione inferiore al 50%, ma che, per la distribuzione delle partecipazioni o per i diritti particolari attribuitigli *ex art.* 2468, co. 3, c.c., si trovi nella condizione di esercitare un “controllo con altri mezzi”) e un socio B titolare di una partecipazione del 25%, sarebbero titolari effettivi sia A che B. Per contro, se il socio A avesse una partecipazione pari o superiore al 50%+1, sarebbe titolare effettivo solo A e non anche B, quantunque titolare di una partecipazione del 25%.

Cionondimeno, è ragionevole optare per una interpretazione correttiva del dato letterale, sistematicamente coerente con l’impianto complessivo e teleologicamente orientata: si eviterebbe, in questo modo, la conseguenza illogica e irrazionale di un trattamento differenziato di situazioni sostanzialmente equivalenti e verrebbe pienamente soddisfatta la *ratio* del sistema.

Difatti, la scelta effettuata dal Regolamento è stata quella del cumulo *tout court*, non già della mera inversione dell’ordine di priorità tra criterio della proprietà e criterio del controllo. Ciò in quanto sarebbe frutto di una ricostruzione superficiale e frettolosa quella di immaginare che per titolare effettivo si intenda sempre e necessariamente il *dominus* del soggetto giuridico: per contro, è tale chiunque abbia la titolarità effettiva di una porzione significativa della ricchezza investita e/o della partecipazione al suo governo e/o alla distribuzione della ricchezza stessa o dei suoi frutti. La presenza, quindi, di un soggetto in posizione di dominio (di un *dominus*) non esclude che, nella specifica prospettiva della disciplina antiriciclaggio, assumano rilevanza e debbano formare oggetto di monitoraggio anche soggetti diversi che, quantunque privi di una capacità di contrastarne il dominio, siano comunque portatori (e., in questo senso, siano titolari effettivi) di una porzione significativa della ricchezza investita e/o dei relativi benefici.

In altri termini, la *ratio* del cumulo può e deve essere letta nella duplice direzione: da un lato, nel senso che la presenza di una persona fisica titolare di una partecipazione (o di un controllo attraverso una

partecipazione) non esclude che debba essere individuata come titolare effettivo anche altra persona fisica che sia titolare di una posizione di controllo; dall'altro, nel senso che la presenza di una persona fisica titolare di una posizione di controllo (attraverso una partecipazione o con altri mezzi) non esclude che debba essere individuato come titolare effettivo anche altra persona fisica che sia titolare di una partecipazione. Nel primo caso, la ragione sta nel fatto che, a prescindere dalla entità della partecipazione alla ricchezza investita nel soggetto giuridico e ai relativi benefici, la titolarità effettiva è individuata anche in ragione del ruolo che una persona fisica ha nel governo di quella ricchezza; nel secondo caso, la ragione sta nel fatto che, a prescindere dal ruolo che una persona fisica ha nel governo del soggetto giuridico, la titolarità effettiva è individuata anche in ragione della quota di ricchezza che quella persona possiede nel soggetto giuridico e/o della quota di diritti (amministrativi o patrimoniali) di cui la stessa gode (e dunque, nel caso dei diritti patrimoniali, della quota di partecipazione alla ripartizione di quella ricchezza o dei relativi frutti).

Se, dunque, è questa la *ratio legis*, sarebbe contraddittorio non attribuire rilevanza a tutte le possibili ipotesi di cumulo.

Infine, attraverso un semplice sviluppo sistematico dell'intero impianto normativo, non dovrebbero esservi dubbi sul fatto che ulteriori forme di concorso potrebbero essere quella tra un controllo di fatto interno e un controllo di fatto esterno; e quella tra diverse forme di controllo di diritto (controllo attraverso una partecipazione).

Come vedremo più avanti, difatti, il controllo attraverso una partecipazione è individuato nella «proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società» [art. 53, par. 2, lett. c)]. Potrebbero quindi convivere un socio A titolare di una partecipazione superiore al 50% del capitale e un socio B titolare di diritti di voto in misura superiore al 50%: così, per limitarsi a un solo esempio riferito a una società azionaria, per effetto della particolare conformazione degli assetti proprietari e della particolare composizione del pacchetto azionario detenuto da A e da B, in caso di emissione di azioni a voto plurimo o di azioni a voto limitato. In tali frangenti, pertanto, una lettura aderente al dettato e alla *ratio* del sistema è quella di individuare come titolari effettivi entrambe i soci.

A ciò potrebbero aggiungersi ulteriori esemplificazioni, all'esito di una lettura correttiva della norma (sulla quale si tornerà più avanti),

nella quale si menzionano le partecipazioni e i voti e non anche gli altri elementi (ad es., gli utili) che pure lo stesso Regolamento mostrerebbe di reputare rilevanti ai fini della ricostruzione di una posizione di controllo.

In definitiva, allora, i possibili concorsi sono:

- concorsi testuali: (i) tra partecipazione (tra il 25% e il 50%) e controllo di fatto; (ii) tra controllo di fatto e controllo di diritto;
- concorsi ricavabili per via interpretativa: (iii) tra partecipazione (tra il 25% e il 50%) e controllo di fatto; (iv) tra controllo di fatto interno e controllo di fatto esterno; (v) tra controllo di diritto per la partecipazione al capitale e controllo di diritto per il peso dei voti (o, in esito a una lettura correttiva, finanche per il peso del diritto agli utili o ad altre risorse interne della società o alla quota di liquidazione).

8. *Il criterio della “partecipazione”: partecipazione al capitale o tramite diritti.*

Alla “titolarità effettiva attraverso una partecipazione” è dedicato l’art. 52 del Regolamento AR.

Al primo comma, 1° cpv., 1° periodo, la norma prevede che «Ai fini dell’articolo 51, primo comma, lettera a), per “partecipazione nella società” si intende la proprietà diretta o indiretta di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società, compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»⁶.

Innanzitutto, quindi, rispetto alla normativa attuale è registrabile un abbassamento della soglia: non più una partecipazione superiore al

⁶ La norma, quindi, fa riferimento testuale alle sole “società” e non anche a soggetti giuridici diversi. Tuttavia, al par. 4, è poi stabilito che «Nel caso di soggetti giuridici diversi dalle società per i quali, tenuto conto della loro forma e struttura, non è opportuno o possibile calcolare la proprietà, i titolari effettivi sono le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, il soggetto giuridico con altri mezzi, a norma dell’articolo 53, paragrafi 3 e 4, salvo nei casi in cui si applica l’articolo 57». Talché il criterio della partecipazione è implicitamente ritenuto applicabile anche a soggetti giuridici non societari, salvo che, tenuto conto della loro forma e della loro struttura, il calcolo della proprietà non sia “opportuno” o “possibile”: nel qual caso sarebbe applicabile in via esclusiva il criterio del controllo con altri mezzi (scartando, quindi, sia il criterio della partecipazione, sia quello del controllo attraverso una partecipazione).

25%, ma una partecipazione pari al 25%, che potrebbe a sua volta essere ridotta dalla Commissione fino al 15% per singole categorie di società esposte a rischi più elevati di riciclaggio e di finanziamento al terrorismo (art. 52, par. 2)⁷.

Inoltre, la norma prende posizione espressa su una serie di questioni che sono tuttora dibattute relativamente alla disciplina vigente: segnatamente, se debba essere attribuita rilevanza alla sola percentuale con cui si partecipa al capitale o anche alla percentuale con cui si esercitano i voti o si partecipa agli utili. La soluzione adottata dal Regolamento AR è, quindi, la più estensiva.

Avendo riguardo a come la norma è formulata, infatti, vengono in rilievo, anche in via alternativa tra loro (con conseguente possibilità di individuazione cumulativa di diverse persone fisiche in posizione di titolarità effettiva a differente titolo), le seguenti ipotesi.

(i) *Quota di partecipazione al capitale*. La partecipazione al capitale rileva, quindi, come tale, quand'anche le partecipazioni detenute fossero tutte prive del diritto di voto.

(ii) *Quota dei diritti di voto*: il possesso di diritti di voto per almeno il 25% rileva, anch'esso, come tale, a prescindere dalla partecipazione al capitale (v. azioni a voto plurimo, azioni a voto limitato, ecc.).

Il calcolo andrebbe effettuato sull'ammontare totale dei diritti di voto esercitabili, non su quelli di fatto esercitati in concreto (giacché questo diverso genere di valutazione viene in rilievo solo ai fini dell'eventuale "controllo con mezzi diversi", analogamente al nostro "controllo interno di fatto").

(iii) *Quota di partecipazione agli utili*: una partecipazione agli utili per almeno il 25% assumerebbe essa stessa rilievo, a prescindere dalla partecipazione al capitale e dal voto (v. azioni o quote privilegiate, diritti particolari agli utili ex art. 2468, co. 3, c.c., ecc.).

(iv) *Quota di «altre risorse interne»*: qui la formulazione della norma non è chiarissima. Né vengono in soccorso le altre lingue ufficiali, nelle quali la locuzione utilizzata è perfettamente identica, nella sua genericità («*an anderen internen Ressourcen*», nella versione

⁷ Al par. 2 dell'art. 52 è previsto, difatti, che gli Stati membri possano individuare tali categorie di società e informarne la Commissione. Quest'ultima, quindi, entro il 10 luglio 2029, valuta e, nel caso, adotta atti delegati per modificare il Regolamento, individuando le categorie di società e le soglie. Il tutto sarebbe poi soggetto a un processo di revisione periodica.

tedesca, «à d'autres ressources internes» nella versione francese, «u otros recursos internos» nella versione spagnola, «other internal resources» nella versione inglese).

È plausibile che il legislatore abbia inteso fare ricorso a una sorta di criterio residuale, che consenta di effettuare una valutazione concreta, caso per caso (ad es., una distribuzione di risorse non proporzionale in sede di riduzione effettiva del capitale?). Se ne trarrebbe conferma dal Considerando 107, 2° cpv., dove si legge che «La partecipazione dovrebbe comprendere sia i diritti di controllo sia i *diritti che sono significativi in termini di vantaggio ricevuto, quali i diritti* a una quota degli utili, *ad altre risorse interne* o al bilancio di liquidazione».

(v) *Quota sull'attivo residuo di liquidazione*: ad es., per la presenza di azioni o quote privilegiate nella liquidazione o, viceversa, di altre azioni o quote postergate nella liquidazione; o, ancora, in conseguenza dell'attribuzione di un diritto particolare a una quota di liquidazione per almeno il 25% a un socio di s.r.l. ex art. 2468, co. 3, c.c. che pur fosse titolare di una quota di partecipazione al capitale inferiore al 25%.

È appena il caso di osservare che, come anticipato nel primo paragrafo, la formulazione della norma è completamente errata («diritti ... al bilancio di liquidazione») e va, in tutta evidenza, riletta come riferita ai diritti sull'attivo residuo di liquidazione.

Oltre che per ragioni di evidente coerenza con la *ratio* che vi è sottesa (v. nuovamente il Considerando 107, 2° cpv., da cui si ricava che si tratta di «diritti che sono significativi in termini di vantaggio ricevuto»), la conferma si trae dal confronto con le altre lingue ufficiali (“*Liquidationssaldo*” nella versione tedesca, «*boni de liquidation*», in quella francese, «*saldo de liquidación*» in quella spagnola; «*liquidation balance*» in quella inglese). Ed anzi, proprio dal confronto con la versione inglese si trae un indizio sulla possibile ragione alla base dell'errore, che potrebbe essere dovuto all'equivoco in cui sarebbero caduti i curatori del testo italiano, nel confondere «*liquidation balance*» (saldo di liquidazione) con «*liquidation balance sheet*» (bilancio di liquidazione).

(vi) *Quota di «altra partecipazione»*: si tratta di formulazione che segue il riferimento alle azioni e ai diritti di voto e precede quello ai diritti agli utili, ad altre risorse interne e alla quota di liquidazione.

Presumibilmente il senso era di estendere la previsione anche a partecipazioni non azionarie (come le quote di s.r.l.) o di introdurre le

esemplificazioni successive (non a caso preceduta dalla parola “compresi”).

Per come è formulata, peraltro, la norma potrebbe astrattamente prestarsi anche a una estensione a forme di partecipazione diverse da quella al capitale, come nell’ipotesi degli strumenti finanziari partecipativi: nel qual caso si porrebbero diverse questioni applicative, sulle quali mi permetto di rinviare a quanto già osservato negli scritti precedenti dedicati alla disciplina vigente⁸.

In favore di una lettura estensiva militerebbe, peraltro, anche il modo in cui l’intero dettato normativo è costruito. Segnatamente: la disposizione avrebbe potuto più semplicemente essere formulata parlando di proprietà di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società o degli utili o ad altre risorse interne o al saldo di liquidazione; invece il dettato è stato spaccato in due parti, una delle quali (che potremmo definire principale) parla di proprietà di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società e una seconda parte, separata, è riferita a utili, altre risorse e saldo di liquidazione, introdotta dal “compresi”. Sembra, allora, che questi tre possibili parametri di riferimento siano intesi come specificazioni della locuzione “altra partecipazione”, quasi a costituirne delle esemplificazioni tipizzate. Il che, ancor di più, giustificherebbe una lettura della locuzione “altra partecipazione” come formula “aperta”, la cui potenzialità applicativa si scinderebbe in una parte tipizzata (utili, altre risorse e saldo di liquidazione) e una parte suscettibile di completamento per via interpretativa.

Incidentalmente va solo aggiunto che anche alla seconda parte deve reputarsi applicabile la medesima soglia del 25%⁹.

⁸ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 17 ss.; ID., *Il “criterio della proprietà” nell’individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 731 ss.

⁹ Non può omettersi di rilevare che la norma presenta una formulazione davvero singolare anche sotto un profilo ulteriore rispetto a quelli già messi in luce nel testo. Segnatamente, dice che sono «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»: non è dato comprendere per quale ragione non si è parlato di diritti «a una quota degli utili, di altre risorse interne o del bilancio di liquidazione» (*recte*, del saldo finale di liquidazione), anziché utilizzare “quota” con riguardo ai soli utili.

Sul piano della *ratio* complessiva del sistema, il Regolamento introduce una razionalizzazione del sistema, giacché ai fini antiriciclaggio, come avevo osservato già negli scritti precedenti¹⁰, si giustifica il monitoraggio non solo sulla proprietà delle risorse (quota sul capitale), ma anche sul governo delle risorse (quota sui diritti di voto) e sulla destinazione delle risorse e dei relativi frutti (quota sul saldo di liquidazione e quota sugli utili, nonché quota su altre risorse interne).

Quello che tuttora manca è un monitoraggio sulla provenienza delle risorse, laddove vi fosse, a fronte di una distribuzione asimmetrica delle partecipazioni, una persona fisica che abbia effettuato conferimenti per almeno il 25% a fronte della sottoscrizione di una quota inferiore alla soglia e senza essere l'investitura di diritti in misura pari o superiore alla soglia.

9. Il riferimento alla “proprietà”: la questione dei diritti reali parziali.

Come abbiamo visto, la norma parla di “proprietà”, diretta o indiretta, delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società.

La formulazione non è del tutto corretta, specialmente se riferita ai diritti di voto, nonché ai diritti agli utili, ad altre risorse interne e al saldo di liquidazione, cui pure essa è riferita. Sarebbe stata più appropriata la locuzione “titolarità” o altra equivalente.

Resta in questo modo aperta la questione, ampiamente dibattuta con riguardo alla disciplina attualmente vigente, di come individuare il titolare effettivo nei casi di pegno o di usufrutto¹¹.

Da un lato, si potrebbe opinare che proprio la scelta di un vocabolo dal significato tecnicamente netto, come quello di proprietà, testimonierebbe di una volontà legislativa di circoscrivere i titolari

Ma ciò non è altro che la conferma del livello di totale sciattezza con cui, come abbiamo ripetutamente dovuto constatare, le disposizioni in commento sono formulate.

¹⁰ V. DONATIVI, *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 8 ss.; ID., *Il “criterio della proprietà” nell'individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 726 ss.

¹¹ V. DONATIVI, *Il “criterio della proprietà” nell'individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, cit., 735 ss.

effettivi nel nudo proprietario e nel debitore e non anche nell'usufruttuario e nel creditore pignoratizio. Tanto più che la medesima locuzione è utilizzata anche in altre lingue ufficiali (ad es., «*ownership interest in the corporate entity*» nella versione inglese, «*Eigentumsbeteiligung an der Gesellschaft*» nella versione tedesca, «*participación den la propiedad de la sociedad*» in quella spagnola, «*une participation au capital*» in quella francese).

Dall'altro, in un contesto nel quale l'accuratezza redazionale appare di livello molto modesto, non sembra che a un simile argomento, per quanto non trascurabile, meriti attribuirsi un rilievo addirittura decisivo. Lo conferma, tra l'altro, il fatto che di proprietà si parla, impropriamente, anche con riguardo ai diritti di voto o a quello agli utili.

Semmai va detto che i termini della questione, per come sono posti nell'attuale disciplina, ne risulterebbero comunque ridimensionati.

E difatti, una volta attribuita rilevanza espressa ed autonoma anche al possesso di una quota di almeno il 25% dei diritti di voto e dei diritti agli utili anche a prescindere dal possesso di una quota di almeno il 25% nel capitale, si potrà dare per acquisito che siano titolari effettivi: il nudo proprietario e il proprietario debitore, a prescindere dal fatto che abbiano o meno conservato il diritto di voto e i diritti patrimoniali; l'usufruttuario e il creditore pignoratizio, ove siano investiti di almeno uno dei diritti menzionati dalla norma. Rimarrebbe quindi aperto solo il caso dell'usufruttuario e del creditore pignoratizio di una quota almeno pari al 25% del capitale, ove tutti i diritti siano conservati in capo al nudo proprietario o al debitore.

Peraltro, se la soluzione di considerare titolari effettivi anch'essi, assieme al proprietario, può trovare una propria giustificazione razionale già nel contesto della disciplina attualmente vigente, tanto più la medesima soluzione sembra trovare piena giustificazione in un contesto normativo, come quello del Regolamento AR, che ha abbracciato soluzioni evidentemente estensive sotto ognuno dei profili precedentemente oggetto di discussione.

Una questione simile potrebbe porsi in tutti gli altri casi in cui fosse consentita una attribuzione di diritti di voto o di diritti patrimoniali a titolo diverso dalla loro "proprietà" (o, se si vuole, dalla loro titolarità piena).

10. *La “proprietà indiretta”: tra “top down” (come criterio principale) e “moltiplicatore” (come criterio residuale).*

Lo stesso art. 52, al par. 1, 2° periodo, prevede che «La proprietà indiretta è calcolata moltiplicando le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene, a meno che non si applichi l'articolo 54».

Nel 1° periodo, come abbiamo visto, già veniva enunciato che il criterio della partecipazione consiste nella proprietà «diretta o indiretta». Il modo in cui calcolare la proprietà indiretta è poi disciplinato in questo 2° periodo, che va però integrato con quanto previsto all'art. 54.

Sul tema delle modalità di computo delle partecipazioni indirette, come è noto, è da sempre aperto un articolato dibattito, non solo in punto di interpretazione della disciplina vigente, ma anche in chiave di valutazioni di politica legislativa su quali sarebbero le soluzioni più corrette e coerenti con la finalità complessiva del sistema. Ed è noto che, al riguardo, si fronteggiano tre possibili soluzioni, che potrebbero essere (ri)denominate (ma con terminologia del tutto relativa e convenzionale) come segue: (i) quella del c.d. “*bottom up*”, per la quale la presunzione innescata dal possesso di una partecipazione superiore al 25% del capitale opererebbe con riguardo a tutti gli anelli della catena¹²; (ii) quella del c.d. “*top down*” puro, per la quale la presunzione troverebbe applicazione solo all'ultima partecipazione (quella nella società “cliente”), non anche agli anelli superiori della catena, i quali assumerebbero rilevanza esclusivamente se tali da configurare posizioni di autentico “controllo”¹³; (iii) quella del c.d. “moltiplicatore”, per la quale una persona fisica sarebbe titolare effettivo della società a valle solo qualora il quoziente ponderato delle

¹² Talché una persona fisica che avesse una partecipazione superiore al 25% nella società A, che fosse a sua volta titolare di una partecipazione superiore al 25% nella società B, sarebbe titolare effettivo della società B.

¹³ Nell'esempio di cui alla precedente nota, pertanto, la persona fisica in questione sarebbe titolare effettivo della società B solo ove fosse in posizione di controllo (interno o esterno) sulla società A detentrici di una partecipazione superiore al 25% nella B.

due (o più) partecipazioni, a monte (eventuali intermedie) e a valle, sia superiore al 25%¹⁴.

A una prima lettura, *sembra* che il legislatore europeo abbia quindi inteso adottare *anche* il c.d. “metodo del moltiplicatore”.

Dico *sembra*: perché la formulazione della norma, al riguardo, è quantomeno oscura. Che vi si possa scorgere l’adesione alla teoria del moltiplicatore può discendere esclusivamente dal fatto che sono noti l’origine e il contenuto del dibattito ed è nota la prassi di descrivere quell’approccio con l’espressione convenzionale del “moltiplicatore”, allo stesso modo in cui ciò accade con riguardo alle partecipazioni qualificate nelle banche e negli intermediari finanziari ai sensi dell’art. 22 TUB (“*Partecipazioni indirette*”)¹⁵ e delle relative Disposizioni di Vigilanza della Banca d’Italia¹⁶. Ma leggendo la norma senza quel tipo di *background* si farebbe non poca fatica a coglierne il significato.

¹⁴ Dovendosi, quindi, calcolare il risultato della percentuale di partecipazione direttamente posseduta nella società a monte sulla percentuale di partecipazione che la società a monte possiede nella società a valle: sicché, ad esempio, una persona fisica titolare di una partecipazione del 51% in una società a sua volta titolare di una partecipazione del 51% nella società “cliente” dovrebbe essere considerata titolare effettivo (essendo il 51% di 51 pari a 26,01%), diversamente da una persona fisica titolare di una partecipazione del 51% in una società a sua volta titolare di una partecipazione del 26% nella società “cliente” (essendo il 51% di 26 pari al 13,26%).

¹⁵ Secondo cui «Ai fini dell’applicazione dei capi III e IV del presente Titolo si considerano anche: [...] b) i casi, individuati dalla Banca d’Italia, che conducono ad una delle situazioni indicate dall’articolo 19, comma 1, per effetto dei diritti di voto o delle quote di capitale posseduti attraverso società, anche non controllate, che a loro volta hanno diritti di voto o quote di capitale nella banca, tenendo conto della *demoltiplicazione* prodotta dalla catena partecipativa».

¹⁶ Nelle Disposizioni di Vigilanza del 2022, un intero Capo III è dedicato alle “partecipazioni indirette”. A tal fine, è stabilito che il calcolo delle partecipazioni indirette è effettuato secondo due criteri: il “criterio del controllo” e il “criterio del moltiplicatore”. Quanto, appunto, al criterio del moltiplicatore, al par. 4 è previsto che «nel calcolo della partecipazione si considerano le partecipazioni acquisite o comunque possedute in una impresa vigilata per il tramite di società, anche non controllate, che hanno diritti di voto o quote di capitale nell’impresa stessa, tenendo conto della *demoltiplicazione* prodotta dalla catena partecipativa», ovvero sia effettuando il calcolo «*attraverso la moltiplicazione delle percentuali delle partecipazioni lungo la catena partecipativa*», talché, «Ad esito del calcolo, si considera come candidato acquirente indiretto il soggetto per il quale il prodotto sia pari o superiore al 10%».

Dico *anche*: perché il metodo trova applicazione in via residuale rispetto a quello adottato nell'art. 54 (la norma dice «... a meno che non si applichi l'articolo 54»), che appare invece essere un “*top down*” puro, talché proprio la sua residualità finisce per ridimensionare, se non per eliminare del tutto, le ragioni di dubbio sulla razionalità del criterio.

L'art. 54, difatti, prevede che «Se le società sono detenute attraverso un assetto proprietario a più livelli e, in una o più catene di tale assetto, la partecipazione e il controllo coesistono in relazione a diversi livelli della catena, i titolari effettivi sono: a) le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, i soggetti giuridici che detengono una partecipazione diretta nella società, individualmente o cumulativamente; b) le persone fisiche che, individualmente o cumulativamente, direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione nella società che controlla, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, la società, direttamente o indirettamente».

Alla lett. a), quindi, è previsto un criterio *top down* puro diretto. Se una persona fisica A controlla un soggetto giuridico B, che a sua volta ha una partecipazione di almeno il 25% nella società C, A è titolare effettivo anche di C.

Nella lett. b) si aggiunge, al *top down* classico “diretto” un *top down* “inverso”. Se una persona fisica A ha una partecipazione di almeno il 25% nella società B, che a sua volta controlla la società C, A è titolare effettivo anche di C.

Ora, tenendo conto che il metodo del moltiplicatore di cui all'art. 52, par. 1, 2° cpv., è residuale, l'unica ipotesi in cui, a una prima impressione, lo stesso parrebbe concretamente applicabile rispetto all'art. 54 sarebbe quella di una persona fisica A che avesse il 50% della società B, titolare a sua volta del 50% nella società C, nel qual caso A sarebbe titolare effettivo anche di C (il 50% di 50 darebbe, infatti, 25, che è la soglia legale). Ove, difatti, A avesse il 51% della società B, titolare di una partecipazione tra il 25% e il 50% della società C, scatterebbe comunque l'ipotesi di cui all'art. 54, lett. a); ove la B avesse più del 50% nella C, scatterebbe l'ipotesi del controllo indiretto (di cui all'art. 53); ed ove A avesse meno del 50% (supponiamo, il 49%) in B, la quale avesse una qualsiasi quota superiore al 50% in C, scatterebbe comunque l'ipotesi di cui all'art. 54, lett. b).

Ma uno spazio applicativo più ampio, invece, è attribuibile al criterio del moltiplicatore attraverso la previsione della “somma” dei risultati ottenuti nelle singole catene partecipative, ove la partecipazione indiretta si manifesti, appunto, attraverso più di una sola catena partecipativa. Così: potrebbe accadere che la persona fisica A detenga una partecipazione indiretta nella società cliente D, per il tramite di due diverse catene partecipative, che fanno capo alle sue partecipate dirette B e C; e potrebbe accadere che, quand’anche in ciascuna di tali due catene il quoziente ponderato della partecipazione indiretta sia inferiore al 25%, la loro somma dia un risultato pari o superiore al 25%. Ad es., ove A detenesse il 90% di B, titolare a sua volta del 20% di D, e detenesse altresì il 60% di C, titolare a sua volta di altro 20% di D: il quoziente ponderato della partecipazione indiretta relativa alla “catena B” sarebbe di 18 e quello della partecipazione indiretta relativa alla “catena C” sarebbe di 12, talché la somma complessiva condurrebbe a 30 e, dunque, a una quota complessiva superiore alla soglia legale.

Lo stesso ragionamento varrebbe anche con riguardo all’eventuale somma tra una partecipazione indiretta (computata col quoziente ponderato) e una partecipazione diretta: così, per ipotesi, ove, nell’esempio poc’anzi riportato, A avesse il 90% di B, a sua volta titolare del 20% di D (con quoziente ponderato di 18) e sempre A fosse titolare di una partecipazione diretta (anziché attraverso la società C) di altro 12%.

Quanto, ancora, al “*top down*” di cui all’art. 54, un caso che mi è stato sottoposto sarebbe quello di tre persone fisiche (Tizio, Caio e Sempronio), titolari ciascuna di una partecipazione pari o superiore al 25% in Alfa s.p.a., che a sua volta abbia oltre il 50% del capitale di Beta s.p.a., la quale sia infine titolare di una partecipazione del 25% in Gamma s.p.a. La domanda è se tutte e tre quelle persone fisiche debbano essere considerate titolari effettivi di Gamma, in via cumulativa.

A mio parere la risposta è negativa: ciascuna di esse sarebbe titolare effettivo di Alfa (in virtù del criterio della partecipazione) e anche di Beta [per l’art. 54, par. 1, lett. b)], ma non anche di Gamma.

Quanto a Gamma, difatti, non ricorrerebbero i presupposti né della lett. a) né della lett. b) dell’art. 54.

Non ricorrerebbero i presupposti di cui alla lett. a), in quanto nessuno, tra Tizio, Caio e Sempronio, controlla la società Alfa. Diverso

sarebbe se tra di essi intercorresse un patto parasociale o una qualche altra forma di concertazione che consentisse di cumularne le partecipazioni.

Né ricorrerebbero i presupposti di cui alla lett. b), in quanto le tre persone fisiche hanno una “partecipazione” in Alfa che controlla Beta, ma Beta non controlla Gamma, bensì ha solo una “partecipazione” in Gamma.

In definitiva: Tizio, Caio e Sempronio hanno, ciascuno individualmente (salvo, ripeto, che siano legati da una qualche forma di concertazione), una “partecipazione” in Alfa, che a sua volta ha una “partecipazione” indiretta in Gamma (indiretta, tramite il controllo di Beta).

Traducendo tutto ciò in criteri di carattere generale, direi che:

– l’art. 54 verrebbe in gioco allorquando concorrano una partecipazione (ad un livello) e un controllo (ad un altro livello), ma purché il primo e/o l’ultimo livello siano (almeno uno dei due) qualificabili come “controllo”;

– il moltiplicatore verrebbe in gioco allorquando vi siano solo due livelli, entrambi di “partecipazione” o allorquando vi siano anche più di due livelli e quantunque alcuni di essi qualificabili come “controllo”, ma il primo e l’ultimo livello siano di mera “partecipazione”.

11. *Il cumulo delle partecipazioni (dirette e indirette).*

Lo stesso art. 52, par. 1, 2° periodo, difatti, specifica che la valutazione complessiva deve essere effettuata tenendo conto delle partecipazioni dirette e indirette, come tali intendendosi quelle «detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene».

La necessità di “sommare” i risultati delle diverse catene è evidentemente riferita al caso in cui una medesima persona fisica abbia partecipazioni indirette attraverso diverse partecipate dirette (o indirette di livello intermedio). In altri termini: si calcolano le partecipazioni finali detenute in ciascuna catena, mediante il criterio del moltiplicatore, e quindi si sommano le partecipazioni finali così calcolate, per vedere a quanto ammonti la partecipazione indiretta complessiva.

A tal fine, la norma fa testuale riferimento alla necessità di moltiplicare «le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni», senza ripetere la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione»; e per di più fa riferimento alla «catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto», senza ripetere neanche le «altre partecipazioni» e, tanto meno, la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione».

Tuttavia, è ragionevole dare un'interpretazione estensiva e in coordinamento sistematico col periodo precedente: non avrebbe alcun senso immaginare che qui la norma abbia inteso selezionare/discriminare; per di più, come abbiamo avuto modo di vedere, il riferimento a utili, risorse interne e saldo di liquidazione è solo una specificazione esemplificativa tipizzata delle “altre partecipazioni”, talché il riferimento alle “altre partecipazioni” parrebbe di per sé idoneo e sufficiente a “comprendere” anche tali ulteriori diritti, quand'anche non nuovamente oggetto di richiamo espresso. Del resto, con riguardo alle diverse “catene di soggetti” in cui si detengono partecipazioni, non avrebbe senso circoscrivere il perimetro alle sole partecipazioni azionarie e non anche ad altre partecipazioni: il che è conferma del fatto che le formule qui utilizzate dal Regolamento sono solo più sbrigative, ma meritevoli di interpretazione estensiva mediante una semplice opera di ortopedia ermeneutica frutto di un agevole raccordo sistematico con il periodo precedente.

Il *set* delle specificazioni si chiude con il 2° cpv. dello stesso art. 52, par. 1, là dove si chiarisce ulteriormente che «Ai fini della valutazione dell'esistenza di una partecipazione nella società, si tiene conto di tutte le partecipazioni azionarie a ogni livello di proprietà».

Si tratta, per vero, di specificazione forse scontata, con la quale si intende chiarire, a scanso di possibili equivoci, che la partecipazione indiretta è tale anche se lo fosse su più livelli intermedi: in altri termini, la catena non è necessariamente formata da tre anelli, due diretti e uno indiretto, ma anche da un numero di anelli superiore a tre, due diretti e gli altri tutti indiretti.

Naturalmente deve poi intendersi che per ogni anello si abbia un titolare effettivo, fermo restando che non è detto che vi sia sempre coincidenza assoluta e biunivoca tra i titolari effettivi dei diversi livelli,

giacché ben potrebbero esservi anelli al cui livello siano identificabili titolari effettivi ulteriori, come ad es. per la presenza di soci con partecipazioni pari o superiori al 25%; e potrebbero esservi casi in cui il titolare effettivo di un livello superiore e di un livello inferiore non è titolare effettivo anche di uno dei livelli intermedi (come nell'ipotesi in cui il titolare effettivo del livello inferiore fosse tale solo grazie alla somma delle partecipazioni, tutte sotto-soglia, detenute direttamente o indirettamente nei diversi livelli intermedi).

L'intento chiarificatore, peraltro, è realizzato mediante il ricorso, anche qui, a una formulazione poco accorta, nella quale si fa riferimento alle "partecipazioni azionarie", quasi che il meccanismo fosse applicabile alle sole s.p.a.

Ma anche in questo caso come in quelli già in precedenza trattati, è del tutto ragionevole ipotizzare che la locuzione debba essere intesa secondo l'intera portata di cui al primo capoverso dello stesso art. 52, par. 1: e dunque, non solo per le partecipazioni azionarie, ma con riguardo anche a società di tipo diverso; e non solo per la proprietà indiretta della partecipazione al capitale, ma anche ai diritti di voto, agli utili, ecc.

12. Il criterio del controllo: sub-articolazioni; controllo diretto e indiretto.

Alla "titolarità effettiva attraverso il controllo" è dedicato l'art. 53 del Regolamento AR.

Innanzitutto la norma, riprendendo quanto già genericamente enunciato dall'art. 51, par. 1, lett. b), prevede che «Il controllo su una società o un altro soggetto giuridico è esercitato attraverso una partecipazione o con altri mezzi».

Non bisogna cedere all'inganno della prima impressione, che sarebbe quella di intendere il "controllo attraverso una partecipazione" come l'equivalente del nostro controllo interno (di diritto o di fatto) e il "controllo con altri mezzi" come l'equivalente del nostro controllo esterno. Per contro, nella terminologia del Regolamento AR, il "controllo attraverso una partecipazione" è l'equivalente del nostro controllo interno di diritto e il "controllo con altri mezzi" è l'equivalente del nostro controllo di fatto (interno o esterno).

A tale risultato si arriva combinando tra loro le seguenti previsioni: quella dell'art. 53, par. 2, lett. c), dove si dà una definizione espressa del “controllo attraverso una partecipazione nella società”, identificandolo ne «la proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società»; quella dello stesso art. 53, par. 2, lett. a), dove si dà la definizione generale del “controllo del soggetto giuridico”, identificandolo ne «la possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico». In altri termini, pur mancando una definizione espressa del “controllo con altri mezzi”, la stessa si ricava per sottrazione: deve trattarsi di una condizione tale da attribuire «la possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico» (condizione di controllo del soggetto giuridico), diversa da quella consistente nella «proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società» (che darebbe vita al controllo attraverso una partecipazione”). Il controllo del soggetto giuridico è il *genus*, di cui il controllo attraverso una partecipazione e il controllo con altri mezzi costituiscono le due *species* esaustive (*tertia non datur*).

Sotto diverso profilo, poi, il controllo può essere diretto o indiretto.

All'art. 53, par. 2, lett. b), il «controllo indiretto di un soggetto giuridico» è definito come «il controllo di soggetti giuridici intermedi nell'assetto proprietario o in varie catene dell'assetto proprietario, in cui il controllo diretto è individuato a ciascun livello della struttura».

La norma non desta particolari problemi interpretativi: i diversi anelli della catena del controllo devono essere, a loro volta, costituiti da relazioni definibili come di “controllo del soggetto giuridico”, nelle diverse articolazioni in cui lo stesso può presentarsi: tanto come controllo attraverso la partecipazione, quanto come controllo con mezzi diversi, tanto in forma mista.

Evidente è anche la differenza con la proprietà indiretta. Come abbiamo visto, la proprietà indiretta si avrebbe allorquando una persona fisica abbia il controllo di una società titolare di una partecipazione pari almeno al 25% nella società a valle (cui è stata aggiunta l'ipotesi di persona fisica che abbia una partecipazione di almeno il 25% in una società che abbia il controllo nella società a valle). Il controllo indiretto

si avrebbe, invece, tutte le volte che una persona fisica abbia il controllo di una società che abbia a sua volta il controllo sulla società a valle.

Nel primo caso, quindi, è necessario e sufficiente che la società controllata dalla persona fisica abbia nella società a valle una partecipazione pari almeno alla soglia del 25% del capitale e a prescindere dalla tipologia di azioni o quote possedute e, in particolare, dalla misura dei diritti di voto o comunque dei poteri di influenza che quella partecipazione consenta di esercitare. Nel secondo caso, invece, è (necessario e) sufficiente che la società controllata dalla persona fisica abbia il controllo sulla società a valle: per ipotesi, anche grazie a una partecipazione inferiore al 25%, ove i diritti di voto di cui si disponga (direttamente o, ad es., anche grazie a leve di tipo parasociale) siano sufficienti a consentire l'esercizio di un'influenza dominante o grazie a uno dei mezzi diversi di cui all'art. 53, par. 4, ed allora (come vedremo) finanche in assenza di partecipazione alcuna al capitale.

13. Il “controllo del soggetto giuridico”: l'influenza significativa e il potere di imporre le proprie decisioni.

Partiamo allora dalla definizione di “controllo del soggetto giuridico”, di cui alla lett. a).

Si tratta di una definizione la cui formulazione solleva un dubbio interpretativo di non agevole soluzione: quello del significato da dare alla locuzione “influenza significativa”, su cui la definizione ruota. La formula utilizzata si discosta in modo evidente dalle espressioni, già note al linguaggio giuridico e tradizionalmente impiegate nelle diverse definizioni di controllo, della “influenza dominante” e della “influenza determinante”, tra loro divise dalla diversa “intensità” dell'influenza, che postulerebbe, nel primo caso, un potere di imporre in termini “positivi” la propria linea o, nel secondo caso, un potere di portata “negativa”, ovverosia di veto o di autorizzazione.

Non è assolutamente chiaro perché il Regolamento abbia voluto adottare questa nuova formula; e non è chiaro come possa e debba intendersene il senso.

Il primo dilemma, dunque, è se debba darsi un'interpretazione correttiva del dato letterale ed intendere l'influenza significativa come un'influenza dominante o determinante; o se ci si debba attenere a una lettura fedele al dettato.

La risposta più “liquida” sarebbe quella della lettura fedele e, quindi, di una interpretazione tale per cui l’influenza significativa sarebbe qualcosa di più ampio e comprensivo rispetto all’influenza dominante e a quella determinante. L’argomentazione più forte e immediata in tal senso è, banalmente, proprio quella letterale, rafforzata proprio dal confronto con le locuzioni tradizionali, da cui si genera un pesante *argumentum a contrario*, tanto più considerando che quelle locuzioni sono ben note al linguaggio dello stesso legislatore europeo.

Ancora, il dato letterale non è frutto di una sorta di svista della versione italiana: anzi, la differenza tra locuzioni tradizionali e nuova locuzione si ritrova anche nelle diverse versioni ufficiali del Regolamento: v. “*erheblichen*” (= significativa, notevole, rilevante, importante), anziché “*beherrschenden*” (dominante) e da “*entscheidenden*” (determinante), nella versione tedesca; “*significant*”, anziché “*dominant*” e “*decisive*”, nella versione inglese.

Inoltre, un’argomentazione piuttosto suggestiva potrebbe trarsi dal fatto che l’influenza significativa è menzionata separatamente dalla «possibilità di [...] imporre decisioni pertinenti [...]», sicché si potrebbe reputare dovuta l’attribuzione di un significato che non appiattisca una formula sull’altra.

La ragione per cui il legislatore potrebbe aver voluto estendere la soglia dell’influenza rilevante nella disciplina antiriciclaggio potrebbe essere la stessa per cui il titolare effettivo è individuato anche in chi abbia una partecipazione del 25% a prescindere dal livello di influenza che la quota in questione potrebbe assicurargli sulla società partecipata: ragioni di coerenza teleologica e sistematica potrebbero avere quindi indotto il Regolamento AR ad una sorta di allineamento tra titolarità effettiva per ragioni di partecipazioni e titolarità effettiva per ragioni di controllo.

Cionondimeno, potrebbero suonare prevalenti le argomentazioni che giustificerebbero un’interpretazione correttiva.

La prima argomentazione sta nel fatto che, ad intenderla in senso letterale, mancherebbe comunque un criterio o un parametro con cui valutarla: l’aggettivo “significativa” è così generico da rendere la nozione quasi del tutto inapplicabile o da lasciare aperta una discrezionalità di giudizio che rischierebbe di sfociare nell’arbitrio.

È anche vero che a una partecipazione del 25% potrebbe legarsi un’influenza non più che solo significativa, ma: intanto il concetto di

controllo dovrebbe postulare qualcosa di più intenso rispetto alla partecipazione *tout court*; inoltre, nel caso del criterio della partecipazione la soglia del 25% funge da parametro quantitativo/oggettivo che rimuove *ab imis* ogni incertezza e discrezionalità.

Inoltre, la relazione tra l'influenza significativa e la possibilità di imporre le proprie decisioni non viene espressa in termini di alternatività: la norma parla di «possibilità di esercitare [...] un'influenza significativa e di imporre decisioni [...]» (e non già “o” di imporre decisioni). Per come è formulata la disposizione, allora, sembra più convincente che il significato sia nel senso che la possibilità di imporre le proprie decisioni sia esplicativo di quanto debba essere significativa l'influenza per poter dire che chi è in grado di esercitarla sia titolare effettivo della società a prescindere dalla entità della partecipazione posseduta.

A testimonianza che fosse questa l'intenzione dei redattori è il Considerando 110, dove si legge testualmente «Il controllo dovrebbe essere inteso come l'effettiva capacità di imporre la propria volontà nel processo decisionale della società su questioni sostanziali». E si tratta di passo che appare ancor più decisivo se si considera che lo stesso è preceduto da una manifestazione di intenti nella quale si sottolinea l'importanza di «un'interpretazione comune del concetto di controllo» e quindi di «una definizione più precisa dei mezzi di controllo», quali condizioni «necessarie per garantire un'applicazione coerente delle norme in tutto il mercato interno»: manifestazione di intenti che sarebbe irrimediabilmente tradita se, invece di dare una definizione “più precisa”, ci si affidasse a una formula totalmente generica ed indeterminata.

Uno spunto ulteriore per la più corretta ricostruzione del significato dell'influenza significativa può poi trarsi anche dal confronto con le ipotesi esemplificative tipizzate di cui al par. 3, dove, come vedremo qui in appresso, si attribuisce sempre rilevanza a poteri di imporre la propria volontà o in termini “positivi” (con effetto equivalente a quello proprio di un'influenza dominante) o quantomeno in termini “negativi” (con effetto equivalente a quello proprio di un'influenza determinante).

14. *Il potere di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico.*

Le incertezze generate dalla definizione si estendono anche alla seconda parte della locuzione.

(i) Ciò vale in primo luogo per l'utilizzo del verbo “*imporre*”, che non farebbe che riprendere il nucleo essenziale del concetto di influenza dominante e che, tuttavia, deve essere conciliato (non solo con l'espressione influenza “*significativa*”, di cui abbiamo già detto, ma anche) col semplice potere di veto che, come vedremo in appresso, è già sufficiente a dar corpo a posizioni di “*controllo con altri mezzi*”, che pur costituisce una sub-fattispecie riconducibile al controllo. In altri termini, posto che la definizione di controllo include, al proprio interno, anche tanto il controllo attraverso una partecipazione quanto il controllo con altri mezzi, e posto che il controllo con altri mezzi comprende anche poteri di veto, andrebbe senz'altro scartata una ricostruzione per la quale il controllo sarebbe rilevante esclusivamente laddove l'influenza (*significativa*) si traduca in un potere “*positivo*” di influenza dominante.

Ciò premesso, allora, non resta che dare un'interpretazione estensiva, per la quale il potere di “*imporre*” decisioni debba essere inteso come «capacità di imporre la propria volontà nel processo decisionale della società» (come si legge nel citato Considerando 110), a sua volta da intendere nel senso di capacità di far pesare la propria volontà in modo decisivo, indipendentemente dal fatto che ciò avvenga mediante una imposizione “*positiva*” della propria linea ovvero mediante l'imposizione del proprio “*veto*” alla linea altrui.

(ii) Qualche incertezza nasce anche dal modo in cui è descritto l'oggetto del potere impositivo: «*decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico*».

La locuzione “*decisioni pertinenti*” è, già di per sé, del tutto oscura. La pertinenza attiene a una relazione di congruenza tra due fattori: ad es., nell'art. 2204 c.c., con riguardo all'istitutore, si dice che, ove il preponente non disponga diversamente, l'istitutore ha il potere di compiere tutti gli «*atti pertinenti*» all'esercizio dell'impresa a cui è preposto, per intendere che vi sono compresi tutti e solo quegli atti che possano dirsi in collegamento funzionale con l'esercizio dell'impresa.

Ma parlare di decisioni pertinenti senza indicare rispetto a quale parametro la pertinenza debba essere verificata appare cosa insensata.

Il confronto con altre lingue ufficiali del Regolamento può forse offrire qualche spunto di approfondimento. A parte le versioni francese e spagnola, che appaiono identiche alla nostra (“*pertinentes*”), in quella tedesca si utilizza l’aggettivo “*entsprechende*”, che significa “corrispondente”, mentre in quella inglese si parla di “*relevant decisions*”. Ed allora, o il senso voleva essere quello di parlare di decisioni “corrispondenti” all’esercizio di un’influenza significativa (e tuttavia si finirebbe per generare un circolo vizioso, perché, come abbiamo osservato poc’anzi, il carattere significativo dell’influenza non gode di una sponda di riferimento con cui effettuare la relativa valutazione); oppure si voleva far riferimento a decisioni “rilevanti”, in un significato prossimo a quello cui si fa normalmente capo allorché si definiscono con maggior precisione i caratteri e i contorni dell’influenza dominante o determinante, che deve manifestarsi con riguardo alle decisioni di maggiore rilevanza per oggetto e per impatto sulla società.

(iii) Non del tutto perspicuo è anche il riferimento al fatto che debba trattarsi di decisioni pertinenti «*all’interno del soggetto giuridico*».

Ma sembra ragionevole opinare che si sia inteso avere riguardo alle decisioni rilevanti per il governo della società (come tali “interne” ad essa) e/o all’influenza «nel processo decisionale della società», come suggerisce testualmente il Considerando 110.

È plausibile anche che la ragione della scelta lessicale sia dovuta alla volontà di distinguere il controllo diretto da quello indiretto, definito nella successiva lett. b).

(iv) È infine appena il caso di rimarcare che qui la definizione è riferita a qualsiasi “soggetto giuridico”, non solo a soggetti di natura societaria e, tra questi, non solo alle società di capitali. Sicché la sua applicazione concreta dovrà poi tener conto delle peculiarità di ciascuno di essi e della relativa disciplina (legale e statutaria).

15. *Il controllo attraverso una partecipazione.*

Il controllo sul soggetto giuridico, come abbiamo visto, si divide in due sub-fattispecie: quella del controllo attraverso una partecipazione e

quella del controllo con altri mezzi: e ciò lo si trova affermato e ripetuto negli artt. 51, par. 1, lett. b) e 53, par. 1.

Il controllo attraverso una partecipazione è poi definito puntualmente all'art. 53, par. 2, lett. c) come «la proprietà diretta o indiretta del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società».

Si dà luogo, quindi, a una sorta di presunzione assoluta o, più correttamente, di fattispecie legalmente tipica di controllo, che a sua volta innesca una presunzione assoluta o fattispecie legalmente tipica di titolarità effettiva.

Come per la titolarità effettiva attraverso una partecipazione, anche qui si fa riferimento alla proprietà del 50% più uno delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società. Diversamente, però, non si aggiunge anche la formula «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione».

L'estensione anche a questi diversi parametri potrebbe trovare giustificazione e base ermeneutica nella loro ricostruzione come ipotesi meramente esemplificative rispetto alle «altre partecipazioni». Resterebbe, certamente, il dubbio che dietro la riproduzione parziale di quel dettato possa esservi una volontà di carattere selettivo e restrittivo. Ma la differenziazione non parrebbe dotata di un credibile fondamento logico: in entrambe le definizioni, il possesso di una determinata aliquota (25% o rispettivamente >50%) innesca una presunzione assoluta e/o, se si preferisce, una fattispecie legalmente tipica. Si farebbe fatica a trovare una giustificazione razionale del perché il presupposto, in tutto il resto analogo, debba avere una estensione più ampia ove applicato alla soglia del 25% e un'estensione più bassa ove applicato alla soglia del >50%.

16. Il controllo con altri mezzi nelle ipotesi di cui al par. 3: a) tramite i diritti di voto.

Come anticipato, della sub-fattispecie del controllo con altri mezzi non è data una definizione puntuale come per il controllo attraverso una partecipazione. La stessa però si ricava proprio attraverso un procedimento logico per sottrazione, identificando il controllo con altri mezzi nella possibilità di esercitare un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti sul soggetto giuridico (definizione generale

di controllo sul soggetto giuridico) pur in assenza di una partecipazione superiore al 50% al capitale, ai diritti di voto ad altra partecipazione.

Piuttosto, all'art. 53, par. 3, sono individuate quattro ipotesi che possiamo definire come esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi.

La prima [lett. a)] è nella «possibilità di esercitare [...] nel caso di una società, la maggioranza dei diritti di voto nella società, sia essa condivisa o meno da persone che agiscono di concerto».

La previsione è dettata con limitato riferimento alle società (e non anche a soggetti giuridici diversi dalle società) e corrisponde alla nostra classica ipotesi di controllo azionario interno di fatto.

Come di consueto, la disposizione non brilla per qualità e precisione del dettato: la «possibilità di esercitare la maggioranza dei diritti di voto», difatti, non va intesa, come invece il dato letterale potrebbe *prima facie* suggerire, come titolarità formale della maggioranza dei diritti di voto [che, invero, darebbe luogo al controllo di diritto, quello attraverso una partecipazione, ai sensi del par. 2, lett. c), dello stesso art. 53], ma piuttosto come possibilità in fatto di raggiungere stabilmente la maggioranza in assemblea anche in ragione del modo in cui si compongono in concreto i relativi *quorum* in ragione del tasso di effettiva partecipazione alle adunanze, a sua volta correlato anche all'articolazione in concreto degli assetti proprietari. Il senso è omogeneo a quello corrispondente al nostro tradizionale controllo interno di fatto.

Il controllo ai sensi della lett. a) può essere sia individuale che congiunto. La norma parla infatti testualmente di una «possibilità di esercitare la maggioranza dei diritti di voto nella società, sia essa condivisa o meno da persone che agiscono di concerto». Il riferimento al “concerto”, peraltro, è sufficiente a chiarire che il controllo in questione assumerebbe rilevanza solo ove attinga ai caratteri del controllo congiunto in senso proprio. Occorre, in altri termini, un vero e proprio “concerto” (quand'anche tacito).

Sempre stando alla formulazione letterale, tuttavia, in caso di condivisione concertata della maggioranza la titolarità effettiva parrebbe dover essere imputata a tutti i concertisti e non a solo quello, tra di essi, che avesse una posizione di influenza dominante individuale in seno al concerto (e così, indirettamente, sulla società). Si parla, invero, di maggioranza «condivisa» e per di più «da» (e non «con»)

persone che agiscono di concerto. Il che potrebbe viepiù suonare coerente con l'impostazione prudenziale dell'intero Regolamento AR, a sua volta in linea con la filosofia che deve informare una disciplina antiriciclaggio.

L'ipotesi, tuttavia, è tutt'altro che sicura. Il dettato letterale è troppo labile per stabilire se il Regolamento AR abbia davvero inteso optare per un'imputazione cumulativa della titolarità effettiva a tutti i concertisti o se la condivisione che genera l'imputazione congiunta non debba essa stessa ravvisarsi esclusivamente nel caso in cui non vi siano un concertista dominante o non vi siano alcuni concertisti dominanti congiuntamente rispetto ad altri.

17. Segue: *b) tramite la nomina o la revoca degli organi.*

La seconda [lett. b)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri del comitato o dell'organo di amministrazione, direzione o vigilanza, o di funzionari analoghi del soggetto giuridico».

Diversamente dalla prima ipotesi, qui la fattispecie non è circoscritta alle sole società, ma vale per qualsiasi soggetto giuridico.

Secondo una tradizione normativa europea, l'ipotesi costituisce una tipizzazione del nostro controllo interno di fatto, rispetto al quale, tuttavia, presenta una portata più ampia per due ragioni: perché il controllo parrebbe sussistere anche in presenza di un diritto di sola revoca (nominare “o” revocare) e perché parrebbe sussistere anche in presenza di un diritto di nominare (o revocare) anche la sola maggioranza dell'organo di controllo e non necessariamente anche di quello amministrativo (organo di amministrazione, direzione “o vigilanza”).

Per vero, la prima ipotesi risponde a uno scenario forse solo astratto e teorico: si potrebbe al limite immaginare una situazione nella quale a un socio di s.r.l. venga attribuito il diritto particolare, *ex art. 2468, co. 3, c.c.*, di essere l'amministratore unico della società, ma agli altri soci resti il diritto di procedere alla sua revoca per giusta causa; o immaginare un'ipotesi nella quale la maggioranza degli amministratori (magari non esecutivi) venga riservata alla nomina di una minoranza

qualificata (o attribuita a un socio *ex art.* 2468, co. 3, c.c.), ferma la revocabilità a maggioranza.

Difficilmente si potrebbe riscontrare una situazione concreta nella quale a un soggetto fosse attribuito un diritto esclusivo o particolare di revoca in assenza di un corrispondente diritto di nomina.

La seconda ipotesi, a sua volta, presupporrebbe una lettura letterale del riferimento all'organo di vigilanza, che tuttavia è tutt'altro che scontata. E difatti, è ragionevole immaginare che il Regolamento abbia pensato più al "consiglio di sorveglianza" del sistema dualistico che non al collegio sindacale del sistema ordinario (o al comitato di controllo sulla gestione del sistema monistico). Nella versione tedesca, difatti, si parla di «*Aufsichtsorgane*», così come in quella inglese di «*supervisory boards*» e in quella francese di «*organes de surveillance*» e, tra le S.A. francesi, è possibile optare per un modello classico o per un modello di S.A. «*à directoire et conseil de surveillance*», dove il consiglio di sorveglianza è, appunto, l'equivalente del corrispondente organo del sistema dualistico di matrice tedesca. Il punto è che una struttura corporativa caratterizzata dalla presenza di un organo di controllo sul modello del nostro collegio sindacale costituisce una peculiarità del sistema italiano.

Del resto, volendo optare per un'interpretazione coerente con la *ratio* e la funzione della norma, parrebbe eccessivo qualificare come titolare effettivo una persona fisica cui venisse attribuito il diritto di nominare la maggioranza dei sindaci, ma senza alcuna facoltà equivalente con riguardo agli organi amministrativi e direttivi. Diversamente, la nomina della maggioranza dei componenti di un organo di sorveglianza sarebbe pienamente in linea col sistema proprio in ragione delle prerogative non limitate al solo controllo sull'amministrazione (nomina e revoca degli amministratori, approvazione del bilancio, possibili ulteriori competenze in materia di alta amministrazione e in materia di autorizzazione/approvazione di operazioni amministrative).

Un ostacolo all'accoglimento di tale soluzione, tuttavia, rimarrebbe nella formulazione letterale della versione italiana (così anche nella versione spagnola: «*órgano de administración, de dirección o de control*»), nella quale si parla di organo di vigilanza e non di sorveglianza; e nel fatto che anche nel Regolamento 2001/86/CE sulla Società Europea si utilizza l'espressione organo di vigilanza per

intendere tanto quello del sistema dualistico renano, tanto quello del sistema dualistico latino.

È invece del tutto pacifico che il riferimento non potrebbe essere esteso fino a comprendere anche i revisori, che non sono “organi”, né “funzionari analoghi” nel senso di soggetti investiti di funzioni analoghe a quelle degli organi sociali in senso stretto, fatto salvo, eventualmente, il caso di un revisore che fosse nominato come organo di controllo in senso proprio nelle s.r.l.

Per il resto, il riferimento alla nomina della maggioranza dei membri «del comitato o dell’organo» di amministrazione, direzione o vigilanza è dovuto alla evidente volontà del Regolamento di comprendere ogni possibile sistema di amministrazione e ogni corrispondente possibile nomenclatura. Lo si comprende particolarmente bene nella versione tedesca, dove l’espressione utilizzata è «*das Recht auszuüben, die Mehrheit der Mitglieder des Vorstands oder des Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans [...]*».

Nella medesima prospettiva, con l’espressione “comitato” si intende presumibilmente far riferimento all’organo corrispondente al tedesco “*Vorstand*” (il nostro consiglio di gestione: art. 2409-*novies* c.c.). Peraltro nulla osterebbe a una lettura estensiva, confortata dalla aderenza alla *ratio legis*, con la quale identificare come controllante il soggetto che avesse il diritto di nominare la maggioranza dei componenti di un comitato esecutivo (ad es., in una s.r.l., per il tramite di un corrispondente diritto particolare *ex art. 2468, co. 3, c.c.*).

La medesima logica (omnicomprensiva e tesa a non lasciar fuori nessun tipo di possibile configurazione dell’organo amministrativo) giustifica anche il riferimento separato agli organi di “amministrazione” o di “direzione”. L’idea è quella di guardare all’organo investito di poteri gestori. Ove mai vi fosse, nella struttura organizzativa del soggetto giuridico (eventualmente anche diverso da una società) un organo di direzione separato da quello di amministrazione, la nomina della maggioranza dei componenti di uno qualunque dei due organi sarebbe *ex se* sufficiente ad integrare la fattispecie legale.

Manifestazione evidente della medesima intenzione omnicomprensiva è la formula finale, nella quale si menzionano «*funzionari analoghi del soggetto giuridico*», palesemente “residuale” e presumibilmente pensata soprattutto con riguardo a soggetti giuridici

diversi dalle società. Più accurata è, al riguardo, la locuzione utilizzata nella versione tedesca, dove si parla di “*Funktionsträger*”, ad intendere quindi *soggetti investiti di funzioni analoghe*.

18. Segue: *c) tramite diritti di veto o di decisione*.

La terza [lett. c)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] i pertinenti diritti di veto o di decisione connessi alla quota della società».

Nuovamente, come per il caso della lett. a), qui il riferimento parrebbe essere circoscritto ai soli soggetti giuridici societari, anche se il senso della selezione non appare del tutto comprensibile.

La formulazione utilizzata è, come di consueto, compromessa da una evidente sciatteria, che ne pregiudica l’interpretazione.

Anche in questo caso ritorna l’impiego dell’aggettivo “*pertinenti*” (qui riferito ai diritti di veto o di decisione). Ed anche in questo caso il suo utilizzo appare di dubbio significato, se non addirittura del tutto fuori luogo. Tanto più se si considera l’assenza di uniformità tra le diverse versioni ufficiali del Regolamento: nella versione spagnola, l’aggettivo è identico (*pertinentes*), ma è riferito ai soli diritti di veto e non anche a quelli di decisione («*derechos de veto pertinentes o derechos de decisión vinculados a la participación en la sociedad*»); nella versione francese, manca del tutto una aggettivazione («*les droits de veto ou les droits de décision applicables attachés à la part de la société*»); nella versione tedesca, l’aggettivo utilizzato (“*einschlägige*”) parrebbe intendere che debba trattarsi di diritti “corrispondenti” (o “correlativi” o “relativi”), presumibilmente a quelli contemplati nelle lettere precedenti («*einschlägige Veto- und Beschlussfassungsrechte auszuüben, die mit dem Anteil an der Gesellschaft verbunden sind*»); nella versione inglese, l’aggettivo (“*relevant*”) potrebbe lasciare intendere che i diritti di veto o decisionali debbano essere “rilevanti”, importanti («*relevant veto rights or decision rights attached to the share of the corporate entity*»), anche e “relevant” potrebbe significare esso stesso “pertinente”, “attinente”, “relativo a” qualcosa.

Presumibilmente siamo dinanzi all’ennesimo difetto nel lavoro di allineamento e traduzione. Il senso logico della previsione era forse quello di circoscrivere il perimetro della fattispecie al caso di persone fisiche dotate di diritti di veto o decisionali di portata rilevante e/o

comunque corrispondente al peso dei diritti tipizzati nelle lett. a) e b). I curatori della versione italiana (così come di quella spagnola) non sembra che lo abbiano colto e tradotto correttamente e, in ogni caso, in tutte le versioni linguistiche, non può dirsi certo che la scelta operata sul piano semantico suoni del tutto chiara ed efficace .

La *ratio* della previsione parrebbe riconducibile, ancora una volta, alla logica sostanzialistica e omnicomprensiva che già connota la formulazione della lett. b). L'idea è presumibilmente quella di utilizzare formulazioni che consentano di includere qualunque situazione giuridica che, per la tipologia e il peso delle prerogative assegnate a una determinata persona fisica, possa reputarsi equivalente, in termini di ricaduta sul governo del soggetto giuridico, a quelle contemplate nelle lett. a) e b), che più direttamente e pacificamente danno luogo a forme di controllo in senso proprio.

Il riferimento ai poteri di veto, peraltro, induce a ritenere che, come abbiamo già visto nelle pagine precedenti, il Regolamento abbia optato per una fattispecie di controllo comprensiva non solo dell'influenza dominante, ma anche di quella determinante.

Il riferimento separato ai poteri di "decisione" potrebbe, a sua volta, spiegarsi con l'intento di includere quelle ipotesi nelle quali una persona fisica, pur non avendo diritti di voto o di nomina con l'estensione di cui alle lett. a) e b), sia tuttavia investita di diritti decisionali di portata equivalente, come potrebbe accadere in caso di attribuzione a un socio di s.r.l. di un diritto particolare *ex art.* 2468, co. 3, c.c. di adottare direttamente decisioni vincolanti su temi di particolare rilevanza in materia gestionale.

Che debba trattarsi di diritti «connessi alla quota della società», al di là della consueta sciattezza nella parte in cui parla di quota "della" società" anziché "nella" società, non è chiaro in cosa si traduca sul piano della identificazione della fattispecie. A stretto rigore, dovrebbe indurre a distinguere diritti connessi alla quota con diritti non connessi alla quota. In tale prospettiva, potrebbe servire a differenziare ipotesi di controllo comunque interno rispetto a situazioni giuridiche che, pur equivalenti nella portata, siano però riconducibili a forme di controllo esterno; e, ancora, a differenziare diritti di portata organizzativa da diritti attribuiti attraverso accordi di natura parasociale. Ma poi gli accordi parasociali sono menzionati comunque tra gli "altri mezzi" con i quali il controllo del soggetto giuridico potrebbe essere esercitato ai

sensi del par. 4. Ed allora il senso potrebbe essere proprio quello di differenziare a seconda che diritti siffatti siano o meno connessi alla quota: nel primo caso si ricadrebbe nelle ipotesi di cui al par. 3, che il legislatore (sia pure, come vedremo, in modo non del tutto riuscito) ha inteso configurare come oggetto di presunzione legale assoluta o, più correttamente, di fattispecie legalmente tipica; nel secondo caso si ricadrebbe invece nelle ipotesi di cui al par. 4, che sono invece frutto di valutazioni da effettuare caso per caso e nelle quali le situazioni giuridiche menzionate dalla norma fungono non già da generatori di presunzioni/tipizzazioni, ma da parametri di cui tener conto nelle valutazioni da effettuare caso per caso.

19. Segue: *d) tramite le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o che comportano una movimentazione patrimoniale.*

La quarta [lett. d)] delle quattro esemplificazioni tipiche di controllo con altri mezzi è nella «possibilità di esercitare [...] le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili del soggetto giuridico o che comportano una movimentazione patrimoniale nel soggetto giuridico».

Nuovamente si tratta di ipotesi dall'area soggettiva non circoscritta alle società, ma estesa a qualunque soggetto giuridico.

Anche in questo caso si nota la sciatteria del linguaggio (“esercitare le decisioni”), che si ritrova anche in altre versioni ufficiali del Regolamento (ad es., in quella francese), ma non in tutte: nella versione tedesca, ad es., il verbo esercitare [*aus[zu]üben*] non sta nel cappello iniziale, ma è ripetuto nelle lett. a), b) e c), mentre alla lett. d) si dice «*Entscheidung zu treffen*».

Quanto al senso della previsione, presumibilmente il Regolamento intende far riferimento al caso in cui una persona fisica abbia il controllo su queste decisioni, ovvero sia un potere di imporre la propria volontà nell'adozione di queste decisioni, quand'anche non disponesse di una posizione generalizzata di potere ai sensi delle lett. a), b) o c). Così, ad esempio, si potrebbe immaginare il caso di una distribuzione dei diritti di voto differenziata per argomenti o, ancora, a un diritto particolare attribuito a un socio di s.r.l. *ex art. 2468, co. 3, c.c.*

La tipizzazione attivata dalla lett. d), pertanto, atterrebbe all'oggetto dell'influenza, talché un'influenza dominante pur circoscritta a decisioni concernenti la distribuzione degli utili o la movimentazione

patrimoniale sarebbe sufficiente a denotare una posizione di potere che giustificherebbe l'individuazione, nel soggetto che ne fosse investito, di una condizione di titolarità effettiva sul soggetto giuridico.

Evidentemente è il controllo sulla destinazione della ricchezza ad essere apprezzato come idoneo a generare un'influenza rilevante nella prospettiva antiriciclaggio.

Questa volta non sembrerebbe, invece, sufficiente la titolarità di una posizione qualificabile come di influenza determinante, in quanto si menziona il potere di assumere (“esercitare”) le decisioni, non anche il potere di impedirne l'adozione mediante l'esercizio di diritti di veto.

È difficile stabilire quale sia il grado di effettiva consapevolezza con cui il legislatore europeo ha individuato l'essenza delle quattro situazioni giuridiche e con cui ha selezionato i casi in cui rilevarebbe un potere a contenuto positivo da quelli in cui sarebbe sufficiente anche un potere di contenuto interdittivo [apparentemente, nella sola lett. c)]. Ma non sarebbe irragionevole immaginare che i poteri di veto siano sufficienti allorché incidano su decisioni gestionali sostanziali, mentre il controllo della distribuzione degli utili o delle movimentazioni patrimoniali debba postulare un potere di natura positiva e non già solo interdittiva.

Quanto all'oggetto del potere decisionale, qui il riferimento è, in via alternativa, alle decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o a quelle «che comportano una movimentazione patrimoniale del soggetto giuridico».

La formulazione adottata è frutto della più volte registrata sciatteria: il che nuovamente si riflette nella incertezza della relativa interpretazione.

Una primissima impressione potrebbe essere che si sia voluto far riferimento alle decisioni che incidono sulle operazioni sul capitale. Ma non sembra essere propriamente quello il senso della norma, per il quale appare invece illuminante il confronto con le altre versioni ufficiali del Regolamento.

Così, nella versione tedesca, si dice: «*Entscheidung zu treffen, die Gewinnausschüttungen der juristischen Person oder eine Vermögensverschiebung bei der juristischen Person bewirkt*», dove quindi il riferimento è alle decisioni che comportano uno “*spostamento di risorse*”. Ed ancora, nella versione spagnola, si parla di «*décisions concernant la distribution des bénéfices de l'entité juridique ou*

entraînant un transfert d'actifs dans l'entité juridique», dove nuovamente il riferimento è al “*trasferimento di attivi*”. Nella versione spagnola, si dice «*decisiones relativas al reparto de beneficios de la entidad jurídica o que den lugar a un cambio en los activos de la entidad jurídica*» e, dunque, nuovamente il significato è quello di un “cambio negli attivi”. E nella versione inglese l'espressione utilizzata è «*decisions regarding distribution of profit of the legal entity or leading to a shift in assets in the legal entity*», con accento, nuovamente, sul “cambiamento degli attivi” o “*sostituzione degli attivi*”.

Il senso della previsione normativa, pertanto, è ragionevolmente ravvisabile nella volontà di attribuire rilevanza a un potere di imporre la propria volontà nelle decisioni concernenti il compimento di atti di disposizione degli attivi che possano comportare un mutamento significativo della composizione della ricchezza investita nella società o comunque una disposizione della ricchezza stessa. Come quelle concernenti la distribuzione degli utili, difatti, anche queste decisioni sono rilevanti, in una prospettiva antiriciclaggio, in quanto incidenti sulla destinazione della ricchezza investita nel (e, qui, anche dal) soggetto giuridico.

Il senso della previsione è forse anche quello di impiegare una formula dal valore residuale rispetto alle decisioni di destinazione degli utili, particolarmente utile per quei soggetti giuridici, anche diversi dalle società, nei quali la destinazione dei risultati potrebbe essere indirizzata con modalità diverse da quelle della distribuzione degli utili.

20. Segue: *il controllo con mezzi ulteriori e diversi, come quelli di cui al par. 4. Differenza e rapporto con le fattispecie di cui al par. 3.*

All'art. 53, al par. 4, 1° cpv., è precisato che «In aggiunta a quanto previsto dal paragrafo 3, il controllo del soggetto giuridico può essere esercitato con altri mezzi». Al 2° cpv., quindi, si chiarisce ulteriormente che «A seconda della situazione particolare del soggetto giuridico e della sua struttura, tali altri mezzi di controllo possono comprendere: a) accordi formali o informali con i proprietari, i soci o i soggetti giuridici, disposizioni dello statuto, accordi di partenariato, accordi di sindacato o documenti o accordi equivalenti, a seconda delle caratteristiche specifiche del soggetto giuridico, nonché modalità di voto; b) rapporti

tra familiari; c) il ricorso ad accordi formali o informali di nomina fiduciaria»¹⁷.

Dal primo capoverso si ricava una ulteriore conferma del fatto che quelle indicate nel par. 3 non sono sub-fattispecie tassative, ma solo esemplificative, della fattispecie del “controllo con altri mezzi”.

Dal secondo capoverso, a sua volta, si ricava che gli stessi mezzi ulteriori di cui al par. 4 non hanno carattere esaustivo.

La fattispecie del “controllo con altri mezzi” rimane, quindi, una fattispecie “aperta”.

Quanto al rapporto tra par. 3 e par. 4, una prima ipotesi ricostruttiva potrebbe essere nel senso che le situazioni giuridiche contemplate nel par. 3 sarebbero sub-fattispecie legali tipiche (l’equivalente di una presunzione assoluta di ricorrenza di una posizione di controllo), mentre quelle contemplate nel par. 4 sarebbero solo situazioni di cui sarebbe “possibile” tener conto nell’ambito di valutazioni da effettuare in concreto e caso per caso.

Il par. 3, difatti, esordisce dicendo che «Il controllo del soggetto giuridico con altri mezzi *comprende comunque* la possibilità di [...]»: volendo con ciò indicare che quelle sub-fattispecie rientrano “*comunque*” (ovverosia sempre e senz’altro) tra le ipotesi generatrici di una posizione di controllo (presunzione assoluta o tipizzazione legale della fattispecie), pur non esaurendo la portata della fattispecie principale (“*comprendono*”, ma non esauriscono, i mezzi di possibile esercizio del controllo).

Diversamente, il par. 4 esordisce dicendo che, in aggiunta alle ipotesi del par. 3, al 1° cpv., il controllo «*può* essere esercitato con altri mezzi»

Il parametro cui indirizzare la valutazione, poi, sarebbe sempre quello della «possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, un’influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all’interno del soggetto giuridico», secondo la definizione generale di “controllo del soggetto giuridico” dettata nell’art. 53, par. 2, lett. a).

¹⁷ Al terzo capoverso, infine, si specifica che «Ai fini del presente paragrafo, «accordo formale di nomina fiduciaria»: un contratto, o un accordo equivalente, tra un fiduciante e un fiduciario, in cui il fiduciante è una persona giuridica o una persona fisica che incarica il fiduciario di agire per suo conto in una determinata veste, anche in qualità di amministratore o azionista o costituente, e il fiduciario è una persona giuridica o una persona fisica incaricata dal fiduciante di agire per suo conto».

A ben vedere, però, il sistema così predisposto incontra delle criticità che ne compromettono il funzionamento.

Innanzitutto, tra le sub-fattispecie di cui al par. 3, solo le prime due sarebbero suscettibili di verifica oggettiva, mentre la terza e la quarta sembrano difficilmente concepibili al di fuori di una valutazione in concreto.

Inoltre, tra le situazioni giuridiche di cui al par. 3 e quelle di cui al par. 4 corre una differenza anche più penetrante: quelle del par. 3, difatti, attingono al genere di potere di influenza che una persona fisica sarebbe in grado di esercitare sul soggetto giuridico; quelle del par. 4, per contro, attingono alle fonti (negoziali, familiari, fiduciarie) da cui potrebbero scaturire analoghi poteri di influenza. Né, peraltro, la differenza starebbe nella natura “extra-corporativa” delle fonti in questione, perché, tra quelle menzionate nella lett. a), vi sono anche le «disposizioni dello statuto».

In ogni caso, un’ipotesi ricostruttiva plausibile sarebbe nel senso che:

- al par. 3 sono elencate delle situazioni giuridiche che il legislatore ha ritenuto di configurare come sub-fattispecie legali tipiche di controllo: sub-fattispecie che non esauriscono tutte le possibili forme di controllo (suscettibili di trovare realizzazione anche in mezzi diversi e ulteriori), dove per “mezzi” diversi di controllo si intendono i diritti/poteri che alla persona fisica competono in ragione della disciplina legislativa e/o statutaria applicabile a quel determinato soggetto giuridico e, dunque, quali diritti/poteri di rilevanza organizzativa;

- al par. 4, invece, sono elencate delle situazioni giuridiche e, più esattamente, delle “relazioni”, non necessariamente giuridiche in senso stretto, come quelle delle lett. a) e c), ma anche di fatto, come quelle “familiari” di cui alla lett. b), per le quali una determinata persona fisica è in condizione di esercitare un’influenza significativa e di imporre le proprie decisioni all’interno del soggetto giuridico, quand’anche non fosse investito di diritti/poteri a rilevanza organizzativa.

Così opinando, si comprende la differenza tra il voluto automatismo che connoterebbe le sub-fattispecie di cui al par. 3 rispetto ai mezzi diversi di cui al par. 4: dinanzi a situazioni giuridiche soggettive a rilevanza organizzativa, l’interprete dovrebbe solo verificare che le stesse abbiano uno dei contenuti indicati nelle quattro lettere in cui si

articola lo stesso par. 3; dinanzi invece a situazioni giuridiche a rilevanza non organizzativa, la verifica che l'interprete dovrebbe condurre sarebbe anche quella di verificare, avendo riguardo a tutte le circostanze del caso concreto, a partire dalla natura della fonte dell'influenza, la portata effettiva di quell'influenza. Così si spiega la locuzione utilizzata nell'*incipit* del 2° cpv. del par. 4, dove si dice che tali altri mezzi di controllo possono comprendere le ipotesi ivi elencate, «a seconda della situazione particolare del soggetto giuridico e della sua struttura»: il che, appunto, equivale a rimarcare la necessità che ogni valutazione sia svolta in concreto e non in astratto.

Resterebbe l'eterogeneità, rispetto a tale ricostruzione, del riferimento anche a clausole dello statuto, che tuttavia potrebbe spiegarsi nella filosofia che ispira un po' tutte le previsioni normative in commento, che è quella di non lasciare fuori nessuna possibile ipotesi, tanto più considerando che l'ampiezza delle possibili previsioni statutarie andrebbe misurata avendo riguardo anche alla disciplina dettata da ciascuno Stato-membro e tenendo conto del fatto che la norma è destinata ad essere applicata anche a soggetti giuridici non societari.

Solo alcuni cenni finali alla formulazione utilizzata:

– all'espressione «accordi formali o informali» parrebbe corretto attribuire un duplice significato, immaginando che il legislatore abbia voluto includere, da un lato, tanto accordi vincolanti (contratti) quanto accordi non vincolanti (ad es., *gentlemen's agreements*); dall'altro, che abbia voluto includere sia accordi espressi (a prescindere dalla forma utilizzata), sia accordi taciti (comportamento concludente). Il tutto secondo quelle che sono conclusioni ormai acquisite nella teoria dei patti parasociali¹⁸;

– il riferimento separato ad accordi «con i proprietari» o «con i soci», a sua volta, parrebbe corretto intenderlo come volto a comprendere tanto i «partecipanti» (*lato sensu*) a un soggetto giuridico non societario, quanto i soci di società;

¹⁸ Cfr., anche per ogni ulteriore riferimento, V. DONATIVI, *I patti parasociali*, in *Trattato delle società*, V. Donativi (diretto da), tomo I, 2022, 256 ss.; ID., *Patti parasociali*, in *Tratt. dir. comm.*, V. Buonocore (fondato da) e R. Costi (diretto da), 2022, 37 ss.

- gli accordi «con i soggetti giuridici», a loro volta, potrebbero essere contratti di dominazione o qualsiasi altra tipologia negoziale ipotizzabile anche in relazione a soggetti giuridici diversi dalle società;
- gli “accordi di partenariato, accordi di sindacato o documenti o accordi equivalenti” possono essere accordi con il soggetto giuridico o tra i soci/proprietari (in senso lato), di ogni tipologia (anche “equivalenti”), purché idonei ad attribuire un potere di influenza qualificabile come controllo nel senso che abbiamo sopra messo in luce.

Ordinamento finanziario europeo e il ruolo del Testo Unico Bancario. Note introduttive¹

SOMMARIO: Premessa - 2. La *governance* bancaria europea - 3. Il sistema di vigilanza multilivello e la struttura dell'architettura normativa bancaria - 4. Il fenomeno della digitalizzazione e il Testo Unico Bancario - 5. Fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario - 5.1. *Segue*. Verso un testo unico delle attività finanziarie? - 5.2. *Segue*. Verso un codice bancario europeo?

1. Premessa

Uno sguardo alla storia mostra che, ciclicamente, il manifestarsi di profondi cambiamenti di carattere strutturale del sistema socio-economico pone, dal punto di vista del diritto, l'esigenza di una sistemazione organica; o, quanto meno, impone ai giuristi di interrogarsi in ordine all'effettiva necessità di una risposta normativa nuova o, comunque, diretta a mettere mano all'esistente¹.

Il punto sta in ciò, che nel contesto attuale – caratterizzato da profondi mutamenti derivanti dalle innovazioni di carattere tecnologico, dall'affermazione dell'IA, dalle istanze di sostenibilità, da un rinnovato tessuto sociale-economico post-covid – appare inevitabile interrogarsi circa la capacità delle categorie fondative del Testo Unico Bancario di rispecchiare e supportare l'attuale conformazione del mercato. Insomma, in un contesto di transizione e mutamento, a trent'anni dall'emanazione del TUB, appare inevitabile indagare circa la reale capacità delle categorie e degli istituti ivi contenuti di riflettere l'attuale conformazione del mercato bancario europeo. E questo già con riferimento ai principali pilastri strutturali: i soggetti (non solo i destinatari della vigilanza ma anche le autorità di governo del sistema economico e i relativi rapporti che ne segnano l'azione), l'oggetto (i

¹ Il contributo ripropone la Relazione di apertura alla sessione antimeridiana del convegno “A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time”, organizzato a cura di Banca d'Italia e ADDE, a Roma, 11-12 dicembre 2023.

¹ A parte stanno, ma in termini complementari, le sovrastrutture concettuali dei rapporti nel mercato operate dalla scienza giuridica, che ha sempre dimostrato una certa resilienza, così da supportare l'affermazione dei diversi sistemi economici in tutte le fasi evolutive del mercato.

confini della nozione di attività bancaria), come anche, ancora prima, il sistema di produzione delle fonti.

A questi interrogativi di vertice cercheremo di dare una prima risposta in queste due giornate di lavoro, favorendo un dialogo critico tra esponenti del mondo accademico e della Banca d'Italia: guardando, da una parte, alla storia recente del diritto bancario, raccogliendone gli insegnamenti che solo l'esperienza ci può consegnare e, dall'altra, esplorando possibili traiettorie evolutive.

Attesa questa peculiare prospettiva, rimane poi da verificare se le direttrici che hanno ispirato storicamente il nostro Testo Unico potranno, come osservato dal Governatore, costituire un "valido modello per il futuro della legislazione europea". Un modello ideale che – nel segno della semplificazione, razionalizzazione e delegificazione – ha ipotecato un successo duraturo nel tempo.

L'avvio della riflessione è assegnato alla Professoressa Luisa Torchia che si occuperà di "sistema di vigilanza multi-livello e istituzioni bancarie europee", cui seguirà l'approfondimento dell'avvocato generale Marino Perassi sull'assetto del sistema delle fonti e così delle interferenze tra regole statali ed europee nel diritto vivente.

2. *La governance bancaria europea*

Che il rinnovamento istituzionale adottato in Europa sia intervenuto in modo profondo sulle modalità di esercizio della vigilanza a me pare una constatazione condivisa. Va pure aggiunto che la centralizzazione della supervisione presso la Banca Centrale Europea non è stata seguita dall'attribuzione alla stessa di un potere regolamentare, che rimane nelle mani degli Stati membri, delle corrispondenti autorità, e dell'Autorità Bancaria Europea secondo uno schema che si allontana dalle tradizionali modalità di esercizio della vigilanza domestica basata sulla triade "vigilanza ispettiva, informativa e regolamentare" (così individuati nel TUB agli artt. 51, 53, 54). Aspetto, questo, di per sé critico in termini di effettiva uniformazione normativa².

² C. BRESCIA MORRA, *From the Single Supervisory Mechanism to the Banking Union. The Role of the ECB and the EBA*, LUISS Guido Carli working paper 20 Maggio 2014, 11 s., disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2448913>; G. FERRARINI, L. CHIARELLA, *Common banking supervision in the Eurozone: strengths*

In un simile contesto, va pure ricordato che l'EBA ha assunto un ruolo trainante, elaborando un *corpus* regolamentare comune che orienta l'esercizio della vigilanza prudenziale e favorisce un intenso dialogo tra le autorità nazionali. Nondimeno, il sistema si espone a taluni profili di criticità, come emerge, ad esempio, nella decisione della Corte di Giustizia Europea del 15 luglio 2021 [Causa: C-911/19 - *Fédération bancaire française* (FBF) contro *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* (ACPR)] in tema di legittimità degli orientamenti dell'EBA del 22 marzo 2016 sui dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio, che l'autorità di vigilanza francese aveva considerato direttamente applicabili agli enti creditizi³. Nel ritenere gli orientamenti EBA sottratti all'applicazione del ricorso per annullamento *ex art. 263 TFUE* e, invece, suscettibili di formare oggetto di sindacato tramite rinvio pregiudiziale, la decisione ruota tutta sul perno dell'effettivo valore da assegnare alle *guidelines*. L'inapplicabilità del ricorso per annullamento dipende, infatti, nell'impianto motivazionale della Corte, dalla natura non «*legally binding*» delle *guidelines*, cui gli Stati membri non sono vincolati, potendo discostarsene secondo il meccanismo del *comply or explain*. Sì, apre, come si vede, un problema relativo al sindacato di questi atti e alla loro effettiva capacità conformativa.

Sul fronte della supervisione, la *governance* bancaria europea ci consegna una struttura composita, che per il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF) si articola come una rete, in cui ciascuna

and weaknesses, ECGI working paper Series in Law n. 223/2013, Agosto 2013, 52 ss.; E.O. WYMEERSCH, *The European Banking Union, a First Analysis* in Financial Law Institute Working Paper Series n. 7, 23 ottobre 2012, spec. 4 ss, disponibile presso SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2171785>.

³ In commento alla decisione, cfr. M. CHAMON, N. DE ARRIBA-SELLIER, FBF: *On the Justiciability of Soft Law and Broadening the Discretion of EU Agencies ECJ (Grand Chamber) 15 July 2021, Case C-911/19, Fédération Bancaire Française (FBF) v Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution*, *ECLI:EU:C:2021:599*, in *Eur. Const. L. Rev.*, 2022, 286 ss; F. LIGUORI, *Il sindacato di validità degli orientamenti dell'Autorità bancaria europea* in *Il diritto dell'Unione Europea*, 2022, 467 ss.; J. ALBERTI, *Un atto non vincolante può essere dichiarato invalido? Le Guidelines di EBA dinanzi alla Corte di giustizia*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2022, 425 ss; F. ANNUNZIATA, *The remains of the day: EU financial agencies, soft Law and the relics of Meroni* in *Riv. it. Dir. pubb. Com.*, 2022.

autorità ha una propria dimensione nodale che converge verso un'autorità centrale chiamata alla supervisione delle banche significative⁴. Insomma, un modello istituzionale fortemente cooperativo che nel SEVIF trova la propria base giuridica: un sistema multilivello di autorità micro e macro prudenziali orientato ad assicurare una vigilanza uniforme all'interno dell'Unione Europea⁵.

Da diverso angolo visuale, il Meccanismo di vigilanza e quello di risoluzione unico, che dimostrano una spinta verso la verticalizzazione delle competenze, dovrebbero consentire una gestione efficace e tempestiva dei rischi a livello micro e macro prudenziale⁶.

⁴ Il tema della struttura a rete della *governance* europea del rischio è trattata con riferimento al SEVIF da M. PASSALACQUA, *Diritto del rischio nei mercati finanziari*, Padova, 2012, 275, che sottolinea come si tratti di “un assetto organizzativo policentrico, in grado di esercitare una sorveglianza macroprudenziale sui rischi sistemici, proprio perché capace di interconnettersi velocemente con le singole autorità di microvigilanza, sia europee, sia nazionali”; il tema è trattato anche da R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto De Larosiere*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2009, spec. 159 ss. Più recentemente, L. AMMANNATI, *Passato, presente e futuro del modello della rete. Le sue trasformazioni nella "governance" europea dell'economia*, in *An. giur. econ.*, 2018, 329-345, per cui le ESAs «appaiono punto di approdo di una evoluzione del modello della agenzia rete che incorpora la rete delle autorità nazionali all'interno di una persona giuridica disciplinata da norme europee» attraverso gli organi rappresentativi delle autorità transnazionali. Alla dimensione fortemente cooperativa secondo l'A. si accompagna anche un accentramento presso gli organi sovraordinati, specialmente legato all'assunzione di poteri sostituitivi delle autorità nazionali, che determinerebbe l'acquisizione di un ruolo sempre più rilevante nella rete.

⁵ E. FERRAN, *Understanding the new institutional architecture of EU financial market supervision*, in E. WYMERSCH (a cura di) *Financial Regulation and supervision: a post crisis analysis*, Oxford, 2012; R. D'AMBROSIO, *Le autorità di vigilanza finanziaria dell'Unione*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2011, 109-144; F. RECINE, P.G. TEIXEIRA, *The new financial stability architecture in the EU*, Institute for Law and Finance Working Papers n. 110, Dicembre 2009.

⁶ Con riferimento al SSM, in particolare C. V. GORTSOS, *Competence Sharing Between the ECB and the National Competent Supervisory Authorities Within the Single Supervisory Mechanism (SSM)*, in *European Business Organization Law Review* 2015, 401-420, <https://doi.org/10.1007/s40804-015-0019-6>; L. WISSINK, T. DUIJKERSLOOT, R. WIDDERSHOVEN, *Shifts in Competences between Member States and the EU in the New Supervisory System for Credit Institutions and their Consequences for Judicial Protection*, in *Utrecht Law Review*, 2014, 5, 92-115; C. BRESCIA MORRA, *op. cit.*; C. GANDRUD, M. HALLERBERG, *Supervisory transparency in the European Banking Union*. Bruegel Policy Contribution, 2014/01; E. FERRAN,

La complessità di questa architettura e la sua articolazione composita inevitabilmente si sono tradotte in una modificazione dei poteri attribuiti alla Banca d'Italia. Una prospettiva della cattedrale che trova conferma anche sul piano del diritto vivente. Così la Corte di Giustizia Europea nel caso *Landeskreditbank* del 2019, attribuendo un ruolo centrale alla BCE, rileva anche che le autorità nazionali hanno un dovere di cooperazione che si traduce in un vero e proprio dovere di assistenza e di attuazione decentrata⁷. Il meccanismo creato con il SSM,

V. BABIS, *The European Single Supervisory Mechanism* University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No. 10/2013, March, 2013, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2224538>; G. FERRARINI, L. CHIARELLA, *op. cit.*; E.O. WYMEERSCH, *op. cit.*; R. D'AMBROSIO, *Due process and safeguards of the persons subject to SSM supervisory and sanctioning proceedings*. Quaderni di Ricerca Giuridica, Banca d'Italia, n. 74, Dicembre 2013. Sul SRM si veda, invece, D. BUSCH, *Governance of the European Banking Union Single Resolution Mechanism*, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2017, 447- 498; C. GORTSOS, *The Single Resolution Mechanism (SRM) and the Single Resolution Fund (SRF): Legal Aspects of the Second Main Pillar of the European Banking Union*, 2015, 2019-updated – Edition, April 30, 2019, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2668653>; R. WIGGINS, M. WEDOW, A. METRICK, *European Banking Union B: The Single Resolution Mechanism*, Yale Program on Financial Stability Case Study, 1 Novembre, 2014, 2014-5B-V1, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2577347>; Trattano entrambi i temi, nel più ampio contesto della Unione bancaria, D. SORACE, *I Pilastri dell'Unione Europea*, in P. Chiti, V. Santoro (a cura di), *L'Unione Bancaria Europea*, Pisa, 2016; N. MOLONEY, *European Banking Union: assessing its risks and resilience*, in *Common Market Law Review*, 2014, 6, 1609-1670; M. MANCINI, *Dalla vigilanza nazionale armonizzata alla Banking Union*, in Quaderni di ricerca giudica, Banca d'Italia, n.73, Settembre 2013.

⁷ La sentenza è di grande importanza nella definizione dei rapporti tra BCE e Autorità Nazionali Competenti. Nella sentenza del 2019, la Corte di Giustizia Europea conferma quanto già stabilito dal Tribunale in sede di primo grado, ritenendo quindi che la BCE goda di una competenza esclusiva sulla vigilanza prudenziale, tanto sugli enti creditizi *significant* e *less significant*; alle Autorità Nazionali Competenti la CGUE attribuisce un ruolo di “attuazione decentrata”, nell’ambito di una dimensione di “cooperazione tra autorità nazionali e transnazionali”. Molti autori hanno commentato la sentenza del Tribunale, confermata dalla Corte in appello. Senza pretese di completezza, si vedano K.A. MARKWARDT, *Promoting Economic Cohesion over the Continued Rise of National Interests: Landeskreditbank Baden-Wurtemberg - Forderbank v. European Central Bank*, *International Lawyer* 2020, 291; F. ANNUNZIATA, *New exercises in sovereignty: the Single Supervisory Mechanism as a laboratory of Union Law*, in *Diritto pubblico comparato ed europeo*, 2019, 317-34. Riflettono, tra gli altri spunti, su quale sia il ruolo delle Autorità nazionali nel nuovo contesto tratteggiato dalla sentenza F. ANNUNZIATA, *Chi ha paura della Banca Centrale Europea? Riflessioni a margine del caso Landesbank c. BCE*, in

SRM e il SEVIF, tuttavia, proprio in virtù della sua struttura fortemente cooperativa suo carattere, può incepparsi nel momento in cui il singolo componente abdichi al suo compito, o vi siano incertezze rispetto a quale autorità debba intervenire. Il passato recente lo ha dimostrato⁸.

3. *Il sistema di vigilanza multilivello e la struttura dell'architettura normativa bancaria*

L'esistenza di un sistema di vigilanza “multilivello” viene a riflettersi sulla struttura dell'architettura normativa bancaria. L'attuale articolazione del sistema di fonti del diritto bancario europeo rappresenta non solo il profondo ripensamento della distribuzione di sovranità e potere normativo che i mercati impongono alle istituzioni, ma anche la graduazione dei poteri (pubblici e privati) di conformazione che occorre per assicurare un'omogenea *rule of law*.

Del resto, un'interpretazione uniforme del diritto comunitario, oltre che imposta dai Trattati, si rende necessaria per assicurare le basi minime per la libertà di stabilimento e la libera prestazione dei servizi in prospettiva di integrazione economica, nonché per affermare forme di efficace reciproco controllo e leale affidamento in proiezione di allargata mutualità sociale e progressiva socializzazione del rischio finanziario entro i più ampi confini della comunità degli Stati membri.

Giurisprudenza Commerciale, 2017,II, 917-944; V. LEMMA, «*Too big to escape*»: un significativo chiarimento sull'ambito di applicazione del *Single Supervisory Mechanism*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2017, 75-84. Nel prospetto di una riduzione dei compiti delle autorità nazionali cfr. T.H. TRÖGER, *How Not To Do Banking Law in the 21st Century - The Judgement of the European General Court (EGC) in the Case T-122/15 – Landeskreditbank Baden-Württemberg – Förderbank v European Central Bank (ECB)*, in *Oxford business law blog*, disponibile su <https://blogs.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/06/how-not-do-banking-law-21st-century-judgement-european-general-court>. DONATO VESE, *Unione bancaria e cooperazione nell'era della crisi. Alla ricerca di un modello politico-organizzativo della governance bancaria multilivello* in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 277-326, pone l'accento sulla cooperazione come elemento distintivo dei rapporti tra autorità nazionali e transnazionali.

⁸ Per un approfondimento sul tema si vedano F. CAPRIGLIONE, *Crisi bancarie e di sistema. Il caso Italia*, in *Federalismi.it*, 2020; A. URBANI, *I rapporti tra la banca e le autorità di vigilanza nel nuovo contesto dell'Unione Bancaria*, *Ricerche giuridiche*, n.7, 2018.

In tale contesto, l'ordinamento bancario – sotto il profilo delle fonti di disciplina – più che un quadro, è venuto a definirsi come un «*puzzle*», in sé oggettivamente distante dall'assetto unitario e rassicurante delle origini⁹. Al fondo di questa situazione, di progressiva perdita da parte degli Stati del monopolio legislativo in ambito bancario, sono stati individuati diversi fattori determinanti, non necessariamente connessi l'uno con l'altro.

Tra questi, vengono in primo luogo in considerazione da un lato la *tecnificazione delle regolazioni dei mercati*, cioè la trasposizione di regole di natura tecnico-finanziaria in norme giuridiche, dall'altro la *giuridificazione dell'attività e dell'organizzazione degli attori dei mercati*, atteso che le prassi organizzative e i modelli di attività delle banche hanno progressivamente assunto rilevanza sul piano giuridico¹⁰.

Secondo una logica di tipo diverso, è pure da rilevare il progressivo processo di *integrazione tra le diverse attività finanziarie*, i cui effetti si esplicano, sul piano organizzativo, con la costituzione in alcuni paesi di autorità nazionali di vigilanza “unificata” e, a livello unionale, di autorità europee sia settoriali che integrate o macro prudenziali; mentre, sul piano funzionale, gli effetti più immediati si registrano con il rafforzamento dei poteri ad esse attribuite. Nella stessa prospettiva, un diverso processo attiene alla *stratificazione multilivello, ma anche all'osmosi delle fonti*. Su questo fronte, si osserva da una parte un aumento significativo dei centri di produzione di regole giuridiche multilivello e multispecie (organismi internazionali, istituzioni europee tra loro in concorrenza, Parlamenti, autorità di regolazione, ecc.) e, dall'altra, l'emersione di fonti nuove quanto a natura, struttura ed efficacia (indirizzi del *Financial Stability Board*, indicazioni del Comitato di Basilea, poi trasfuse nelle norme dell'UE; *hard law* “a cascata” dell'UE - regolamenti e direttive, di primo e secondo livello - , atti della BCE e dell'EBA, atti precettivi delle autorità di vigilanza nazionali; le “Linee applicative” di tali atti, le lettere al mercato, le aspettative di vigilanza e così via).

⁹ S. AMOROSINO, *Il “puzzle” delle fonti normative del mercato bancario e la “dialettica circolare” tra le Corti europee e nazionali* in *Riv. reg. merc.*, 2020, 94 ss.

¹⁰ Si tratta di un fenomeno che, del resto, si registra ormai a partire dalla crisi del 2008, cfr., tra gli altri, O. CAPOLINO, *Il testo unico bancario e gli sviluppi della legislazione europea*, in *An. Giur. Econ.*, 2013, 493 ss.

Infine, l'accento cade tonico sul fenomeno della *giurisdizionalizzazione della "produzione" delle regole*. Nel quadro descritto, ricade in gran parte sui giudici europei, sulla loro attività di *ius dicere*, il compito di "mettere un po' d'ordine" in sede interpretativa/applicativa delle fonti. Fenomeno che ha determinato un mutamento degli equilibri tra legislazione e giurisdizione ampliando la sfera di discrezionalità dell'autorità giudiziaria chiamata a creare la regola del caso concreto¹¹.

4. *Il fenomeno della digitalizzazione e il Testo Unico Bancario*

Centrale, proprio strategica, tra la prima e la seconda parte della sessione antimeridiana, si colloca la relazione del Professore Raffaele Lener in tema di "*Regolazione Fintech e Testo Unico bancario*". Il fenomeno della digitalizzazione ha infatti investito trasversalmente la costruzione strutturale del testo unico bancario, incidendo sulla stessa nozione di «banca» e di «attività bancaria» (come definite sul piano del diritto positivo).

Rispetto alle attività che le banche possono svolgere, il fintech ha determinato la nascita di nuovi attori, che, rivolgendosi alla medesima

¹¹ Per rimanere a livello esemplificativo, si può richiamare l'ordinanza di rinvio pregiudiziale alla Corte di Giustizia, emessa dal Consiglio di Stato (Sez. VI, ord. n. 8650, 10 ottobre 2022), relativamente all'interpretazione di talune disposizioni contenute nella Direttiva 2005/29/CE (in materia di pratiche commerciali scorrette), la cui violazione è stata evocata in relazione al problema dell'abbinamento di prodotti assicurativi non collegati al credito. Senza entrare nel merito della vicenda – in sé nota –, basta a questi fini segnalare che il rinvio pregiudiziale è costruito intorno alla nozione di «consumatore medio» (presupposto per l'applicazione della normativa sulle pratiche commerciali scorrette) di cui si chiede alla Corte di Giustizia di fornire un'interpretazione. Del resto, la stessa definizione dell'ampiezza oggettiva della nozione di «consumatore» risulta affidata alla Corte europea (per le varie tematiche apertesesi negli ultimi anni cfr. AZZARRI, *Spigolature intorno alla nozione di consumatore*, in *Contratti*, 2021, 60 ss.). Per passare ad altri esempi, che interessano direttamente il settore bancario, basta ricordare il caso Pringle in relazione all'istituzione del MES (cfr. per questo ed altri casi, M. RABITTI, *La corte di giustizia tra scelte di mercato e interessi protetti*, in *Persona e Mercato*, 2018, 220 ss.) o la più nota vicenda relativa alla banca Tercas e al tema della nozione di «aiuto di Stato» (tra i molti commenti alla sentenza cfr. ROSSANO, *La Corte di Giustizia UE sul caso Tercas: oltre il danno la beffa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, II, 1 ss.).

domanda di mercato, si pongono in concorrenza rispetto agli intermediari tradizionali, così aprendo il problema dell'opportunità, delle modalità e delle tempistiche di intervento normativo (: “*wait and see*”, “*same business, same risk, same rules*”, “*new functionality, new rules*”¹²).

L'avvertita esigenza di regolazione della materia, anche nell'ottica di garantire la stabilità del sistema, ha portato, rispetto ad alcuni rami di attività, a ricondurre il fenomeno nel perimetro delle attività finanziarie regolamentate. Così è stato, ad esempio, per la disciplina del *crowdfunding* a seguito dell'emanazione del Regolamento UE n. 2020/1503, ovvero delle *crypto-asset* con il recente Regolamento UE n. 2023/1114 (MiCAR).

Nell'ambito del *Digital Finance Package* il legislatore europeo ha seguito una strategia nel segno dell'emanazione di regole nuove, elaborate però nell'alveo di quelle già collaudate nei settori tradizionali. Ne è un esempio paradigmatico il richiamato regolamento MICA, risultato di un processo di “mifidizzazione” del mercato dei *cripto assets*¹³.

¹² M. AMSTAD, *Regulating FinTech: Objectives, Principles, and Practises*, ADBI Working Paper Series, No. 1016, 2019, 8.

¹³ V. FALCE, *Data strategy e finanza digitale. Il caso della “consulenza automatizzata”* in *Ass.*, 2022, 429 ss spec. 437; M.T. PARACAMPO, *I prestatori di servizi per le cripto-attività. Tra mifidizzazione della MICA e tokenizzazione della MIFID*, Torino, 2023. Cfr. F. ANNUNZIATA, *op. cit.*; spec. 14 ss e P. MAUME, *The Regulation on Markets in Crypto-Assets (MiCAR): Landmark Codification, or First Step of Many, or Both?* in *European company and financial law review*, 2023. 243; D.A. ZETZSCHE, F. ANNUNZIATA, D.W. ARNER, R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MICA) and the EU Digital Finance Strategy*, 2020 (aggiornato 2023), European Banking Institute Working Paper Series n. 77, 2020, University of Luxembourg Law Working Paper Series n. 18, 2020, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper n. 59, 2020, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3725395>. La dottrina ha osservato come MiCAR, per più profili, abbia ripreso acriticamente profili di disciplina normativa già collaudati nei mercati regolamentati tradizionali secondo la tecnica del “*copy and paste*”. Nondimeno rimane, come tratto distintivo, l'allontanamento dalla tradizionale disciplina per soggetti, a favore di una normativa legata alle specificità del *fintech* e al supporto tecnologico utilizzato (F. ANNUNZIATA, *op.cit.*, 17; riconosce la tendenza nel Pacchetto sulla finanza digitale M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 119-135). Sempre sulla tecnica normativa adottata si vedano F. BASSAN, *Digital*

Sul fronte della regolazione la principale difficoltà rimane quella di emanare una normativa *su misura* per le specificità del Fintech: una normativa che sappia cogliere, da un lato, le specificità del supporto tecnologico, e della relazione contrattuale tra *users* e *provider* di servizi digitali, e, dall'altro, assicurare la funzionalità dei modelli di *business* che ne connotano la concreta operatività sul mercato¹⁴. In questa prospettiva, occorre coltivare un approccio di tipo funzionale, capace di considerare il tipo di attività svolta e il rischio concreto che essa determina¹⁵.

Nel fare questo, pure la selezione del tipo di apparato tecnologico è in sé decisiva. Tant'è che oggi da alcuni è posta in discussione la stessa effettiva utilità di un'applicazione rigida del principio di neutralità tecnologica¹⁶.

Platforms and Blockchains: The Age of Participatory Regulation, in *Eu. Bus. L. Rev.*, 2023, II, 1103-1132.

¹⁴ E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI (a cura di), *Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderni di fintech, Consob n.5, 2019; M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale. Considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto attività*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 125.

¹⁵ E. MACCHIAVELLO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op.cit.*, V. FALCE, *op.cit.*, 437. La direzione è confermata anche nel successivo M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale. Considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto attività*, *cit.*, 123-125, dove si specifica che l'affermazione di questo modello nel quadro normativo europeo è stata supportata dalle difficoltà di *enforcement* di una normativa per soggetti nel contesto della digitalizzazione.

¹⁶ Il paradigma normativo della neutralità tecnologica - il cui corollario si basa sul fatto che il legislatore non individua una tecnologia preferibile - comincia a mostrare più profili di criticità. Basta pensare, tra le altre cose, all'impatto, in termini di sostenibilità ambientale, derivante dell'utilizzo di tecnologie DLT particolarmente energivore o ai problemi di sicurezza derivanti dall'uso di questi sistemi. Cfr. M. RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentrate nella finanza e cripto-attività* in *Riv. trim. dir. econ.*, Supp. 3/2022, 127 s.; F. MATTASSOGLIO, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Riv. reg. merc.*, 2018, 226 ss.

Una prospettiva simile, inevitabilmente a carattere funzionale, viene ad allontanarsi sensibilmente da quella regolamentazione per soggetti seguita nel TUB.

5. *Fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario*

La parte conclusiva del *panel* è riservata al tema delle fonti normative di portata unificatrice del diritto bancario. Più precisamente, all'interno di una prospettiva duplice: da un lato rivolta ai progressi riformatori già raggiunti, dall'altro diretta verso gli sforzi, non ancora esauriti, che, *de iure condendo*, si stanno compiendo, a livello sia nazionale sia europeo, per l'adozione di un *packaging* normativo uniformante e unificante, non solo nel settore bancario specificamente inteso, ma più ampiamente nel finanziario. Come si può cogliere dal titolo degli interventi dei colleghi Marco Sepe e Antonella Sciarrone Alibrandi, il tema dell'adozione di una legislazione – formata così da clausole e criteri generali come dalla disciplina di dettaglio – si è posto con urgenza all'attenzione dei legislatori.

In parte per le continue innovazioni e sfide che esso, insieme agli altri settori regolati, deve affrontare: le crisi cicliche dipendenti come da deficienze strutturali interne al sistema finanziario – riconducibili in capo agli operatori e ai regolatori – così da fattori esogeni – come nel caso della pandemia o dei recenti conflitti internazionali –; l'accresciuta attenzione verso i fattori della sostenibilità ambientale, sociale e di *governance*; l'impatto dirompente nell'attività finanziaria delle nuove tecnologie. In parte anche perché le branche del diritto finanziario, inteso in senso ampio, sono destinate alla costante e progressiva interrelazione nonostante le differenze di sistema che comunque persistono.

Al contempo, però, le peculiarità del diritto delle banche hanno richiesto un intervento mirato, di settore appunto, concretizzatosi con l'adozione di misure *ad hoc* che si sono intensificate soprattutto nell'ultimo decennio da parte dell'Unione europea. E che, alla luce di un modello di integrazione verticale normativa del settore, non si esclude possa rafforzare le regole già previste in tema di requisiti prudenziali e vigilanza settoriale multilivello, nonché “espandersi” verso altre aree come quelle delle regole di condotta e dei loro eventuali rimedi.

Muovendo da tali premesse occorre allora guardare gli interventi conclusivi del primo ciclo di relazioni del Convegno.

5.1. Segue. *Verso un testo unico delle attività finanziarie?*

Il primo, “*Integrazione orizzontale: verso un testo unico delle attività finanziarie*”, trae origine dall’analisi fenomenologica e normativa dei mercati regolati. La commistione settoriale si riflette sull’attività d’impresa svolta da banche, sim, sgr, imprese assicurative, ecc. Una tale commistione settoriale si ripercuote in conseguenza lungo il lato del contratto, nella sua accezione di “prodotto” dell’attività di impresa.

Basti pensare al crescente fenomeno distributivo delle cc.dd. *Payment protection insurance*, come pure al collocamento di polizze miste indicizzate a componente finanziaria. In questa direzione è, quindi, necessario interrogarsi sull’opportunità di armonizzare i tre tradizionali comparti del mercato finanziario¹⁷. Non tanto orientando gli sforzi nell’elaborazione di un modello-tipo di intermediario unico, ma, diversamente, nell’individuazione di un *corpus* normativo intersettoriale, un blocco comune di regole generali tramite un’opera di selezione, unificazione e armonizzazione di quelle già esistenti e disseminate nei tre testi normativi fondamentali del mercato finanziario (TUB, TUF e cod. ass.)¹⁸.

La tendenza verso un’impostazione normativa di questo tipo non può obliare le spinte che, in questo senso, provengono dal legislatore europeo¹⁹.

¹⁷ Esigenza, questa, non certo nuova: cfr., già a livello manualistico, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Il diritto del sistema finanziario*, in M. CIAN (a cura di), *Diritto commerciale*, Torino, 2013, 828; DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 64s. Per riferimenti comparatistici, v. almeno, V. COLAERT, *Building Blocks of Investors Protection: All-embracing Regulation Tightens Its Grips*, in *Eur. Comm. Market L. Rev.* 2017, 233.

¹⁸ In questi termini, P. CORRIAS, *Le aree di interferenza delle attività bancaria e assicurativa tra tutela dell’utente e esigenze di armonizzazione del mercato finanziario*, in *Giust. civ.*, 2015, III, 636.

¹⁹ Il quale aveva già espresso in passato un simile approccio orizzontale, attraverso l’adozione del Regolamento UE n. 1286 del 26 novembre 2014 (c.d. Regolamento PRIIPS) relativo ai cc.dd. prodotti di investimento preassemblati rivolti alla clientela al dettaglio – quali polizze *linked*, fondi comuni di investimento, prodotti strutturati e

Ma un programma riformatore, rivolto alla creazione di un vero e proprio testo unico (europeo) delle attività finanziarie, sembra scorgersi all'orizzonte grazie al pacchetto di implementazione della *Retail Investment Strategy* approntato dalla Commissione europea il 24 maggio 2023, accolto nel più ampio progetto del *Capital Market Union Action Plan* promosso dalla Commissione stessa a partire dal settembre 2020. Esso consta nella proposta di adozione, da un lato, del c.d. *Omnibus Directive Proposal*, volto all'integrazione delle Direttive MiFID II (Direttiva 2014/65/UE), IDD (Direttiva 2016/97/UE), UCITSD (Direttiva 2009/65/CE), AIFMD (Direttiva 2011/61/UE) e Solvency II (Direttiva 2009/138/CE) e, dall'altro, di un atto regolamentare che modifichi il Regolamento PRIIPs (Reg. (UE) 2014/1286) con specifica attenzione al regime del *Key information document*.

La protezione degli “utenti” (*users*) dei servizi finanziari è assurda a punto cardinale di tale processo riformatore che richiede l'accoglimento di una base legislativa comune ispirata a una c.d. *cross-sectorial harmonisation* di tipo normativo: in sostanza clausole generali e regole di dettaglio di natura privatistica – con specifico riferimento alle norme di condotta e alla loro giustiziabilità – devono essere raggruppate in un corpo di regole, innanzitutto, di livello unionale. Che, secondo chi sta lavorando direttamente a questo programma, si dovrebbe tradurre in una “Carta europea”²⁰. Ma che, al contempo, richiede uno sforzo da parte dei legislatori degli Stati membri, ai quali si chiede di approntare un set di norme armonizzate²¹.

della previdenza complementare –, introducendo così una base coerente e comune per regolamentare le informazioni obbligatorie e le pratiche di vendita a livello europeo.

²⁰ F. ANNUNZIATA, *How to boost retail investors' participation in financial markets*, in *Study requested by the ECON Committee, European Parliament*, giugno 2023, in più punti, ad es. 8, 28, 43.

²¹ Sulla fondamentale importanza della disciplina del diritto privato nella regolazione del diritto dei mercati finanziari – che comporta regole certe ed effettive – si sono espressi alcuni delle più importanti voci a livello europeo, tra cui O. CHEREDNYCHENKO, *Two Sides of the Same Coin: EU Financial Regulation and the Private Law*, in *European Business Organization Law Review*, XXII, 2021, in part. 167 e 168, laddove l'A. specifica che “The proposed holistic approach to public regulation and private law in the financial sector points to need to construct an integrated theoretical framework in which to analyse the existing legal regimes and develop the new ones in terms of policy goals and interpersonal justice, substantive

Anche alla luce del dibattito sorto in sede europea, dunque, l'adozione di un testo unico delle attività finanziarie non sembra una prospettiva soltanto teorica. Al contrario, un complesso organico e sistemico di regole che disciplinino l'organizzazione e la condotta degli intermediari, nella visuale protettiva dei destinatari finali dei servizi, sembra potersi finalmente concretizzare.

5.2 Segue. *Verso un codice bancario europeo?*

L'intervento della Professoressa Sciarrone, intitolato “Integrazione verticale: verso un codice bancario europeo”, si colloca su una traiettoria diversa, in punto di premesse teoriche nonché di contenuto rispetto al precedente. In questo caso il modello integrativo proviene dal baricentro europeo rivolgendosi, in seguito, verso le legislazioni degli Stati membri.

La piattaforma normativa basata su questo approccio si concentra primariamente sia lungo il plesso dell'organizzazione dell'impresa bancaria (requisiti patrimoniali e organizzativi della banca) sia su quello delle crisi e della vigilanza sui soggetti abilitati.

Nel diritto bancario la “determinante comunitaria” ha segnato profondamente la disciplina interna sin dal recepimento della prima Direttiva di coordinamento in materia bancaria (Direttiva 77/780/Cee)²². Il punto di svolta più rilevante si registra, tuttavia, a partire dall'adozione del Rapporto de Larosière del 2009, colonna fondativa dell'Unione Bancaria Europea. Che, per un suo funzionamento efficiente, ispirato alla realizzazione di una rete di protezione sistemica (*safety net*), richiedeva – e tutt'ora necessita – di tradurre in prescrizioni normative i suoi tre pilastri costitutivi

standards, and enforcement tools» e che « In particular, a complementary relationship between EU financial regulation and national private law, including both substantive and procedural rules, would prompt civil courts to reduce the interpersonal justice deficit at the EU level in cases where they are not— at least not explicitly required to do so by EU law”; M. LEHMANN, *Union des marchés de capitaux et droit privé*, in *Banque et Droit*, 2023, 40 ss.

²² Cfr. S. AMOROSINO in *La regolazione pubblica delle banche*, Milano, 2016. 65 ss.

(supervisione centralizzata, sistema unico della gestione delle crisi, schema comune di garanzia dei depositi).

Questo “lungo movimento legislativo”²³ si è progressivamente indirizzato verso ciò che alcuni autori chiamano “codice bancario europeo”²⁴ e che, più propriamente, si è concretizzato nel c.d. *Single Rulebook*. In sostanza, un *corpus* normativo formato innanzitutto dal c.d. pacchetto Crd IV/Crr – composto dalla Direttiva 2013/36/UE sull’accesso all’attività degli enti creditizi, dal Regolamento (UE) 575/2013 relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento – a cui vanno aggiunti i Regolamenti (UE) 1024/2013 istitutivo del Meccanismo Unico di Vigilanza e 806/2014, relativo al Meccanismo di risoluzione unico, nonché la Direttiva 2014/59/UE (c.d. Brrd). In seguito, per vero, integrati da un *new banking package* (Regolamenti (UE) 2019/876 – c.d. Crr II – e 2019/877 – c.d. Srmr II – e dalle Direttive 2019/879 – c.d. Crd V – e 2019/879 – c.d. Brr II) oltre che da un set normativo sui requisiti prudenziali (Reg. UE 2019/2033), sulla vigilanza prudenziale (Reg. UE 2019/2034) e sull’architettura micro e macroprudenziale delle Autorità di vigilanza (Regg. UE 2019/2175 e 2019/2176).

Si tratta di una produzione di regole densa, che pone sul tappeto diversi interrogativi di soluzione non agevole e che si ricollegano ai temi della mattinata: coordinamento tra la disciplina di dettaglio di natura eurocentrica e TUB, nuovo assetto della vigilanza multilivello, policentrismo normativo. Senza dimenticare il potenziale contrasto teorico che potrebbe schiudersi tra il modello “per silos” che sembra

²³ Così definito da S. CASSESE, *La nuova architettura finanziaria in Europa*, in *Dal testo unico bancario all’Unione bancaria: tecniche normative e allocazione dei poteri*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale della Banca d’Italia*, Roma, 2014. Per una lettura approfondita delle fasi che hanno condotto all’adozione di un corpus normativo delle disposizioni in materia di impresa bancaria si veda A. BROZZETTI, *Il diritto europeo della banca e della finanza tra passato e futuribile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, III, 7 ss.

²⁴ Il disegno riformatore verso un “codice dell’attività bancaria e finanziaria europea” è per vero riconducibile alle parole di T. PADOA-SCHIOPPA, *How to deal with emerging pan-European financial institutions?*, The Hague, 3 November 2004, al link <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2004/html/sp041103.en.html>.

affermarsi nel bancario²⁵ e quello – tratteggiato da Marco Sepe– che invece contempla un'impostazione normativa e regolatoria trans-settoriale.

²⁵ Descritto in questi termini da V. COLAERT, D. BUSCH, T. INCALZA, *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, Hart Publishing, Oxford, 2019.

Settore dei pagamenti, *neobanks* e frizioni concorrenziali*

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Modelli di *business* a confronto – 3. Prime frizioni concorrenziali. – 4. *Incumbents* bancari e nuovi attori: *Friends or Foes?* – 5. Segue. *Le Big Techs.* – 6. La *platformization* e gli scenari probabili. – 7. Livellare il campo di gioco tra concorrenza e regolazione.

1. Premessa

Il settore dei pagamenti è senza dubbio tra quelli maggiormente incisi dalla frontiera tecnologica del digitale e non a caso, verrebbe da aggiungere. Il *Grande Altro*, per usare l'immagine con cui Shoshana Zuboff indica gli apparati che danno corpo al c.d. capitalismo della sorveglianza, si fa, infatti, sempre più sofisticato, ramificato e amplifica la propria capacità di estrarre *surplus* comportamentale attraverso nuovi strumenti, che si traducono in altrettanti servizi e prodotti¹. Spia di questa linea di tendenza, riferita al contesto che ci occupa, è del resto offerta dal progressivo declino dell'uso del contante, a beneficio di forme *cashless* di pagamento², quali risultano i c.d. *digital payments*, nelle tre varianti fondamentali dei pagamenti con carte (di credito o debito), mobile payments e internet payments

Non di sola moltiplicazione di strumenti si è però trattato bensì della trasformazione del mercato di riferimento, dell'emersione di nuovi modelli di business e dell'avvento di nuovi attori, oggi indicati anche come *neobanks*, *digital-only participants* (..) *into the provision of banking and financial services*³. In pratica, della rottura, anche da

* Ricerca svolta nell'ambito del PRIN 2022 KYTERZ - *Private law aspects of open banking: focus on consumer protection, personal data privacy and competition*

¹ Cfr S. ZUBOFF, *Il capitalismo della sorveglianza*, Roma, 2019, 84 ss.

² Cfr. J. EHRENTAUD, J. PRENIO, C. BOAR, M. JANFILS, A. LAWSON, *Fintech and Payments: Regulating Digital Payment Services and E-Money*, FSI Insights on policy implementation No 33, Luglio 2021, disponibile all'indirizzo <https://www.bis.org>.

³ Cfr. *Bank for International Settlements - Basel Committee on Banking Supervision, Digitalisation of finance*, settembre 2024, (disponibile all'indirizzo <https://www.bis.org>), § 3.1 ed ivi nt. 19: *In some jurisdictions, the term "neobank" is used to describe digital-only banks which are subject to the same rules as "traditional" banks, while in other jurisdictions it refers to digital-only participants*

questo versante specifico⁴, di quella condizione statica o al più bradisismica che, in disparte dalle specificità nazionali, inclusa quella italiana⁵, aveva a lungo caratterizzato il comparto bancario.

Queste, in estrema sintesi, le premesse di fondo per apprezzare l'incombere di quella che, parafrasando Schumpeter, dovrebbe dirsi distruzione creatrice del digitale, all'ombra della quale tuttavia la massimizzazione del dinamismo concorrenziale e del benessere dei consumatori trova preciso contraltare nel darsi anche di condizioni che non solo minacciano la centralità sistemica del soggetto banca ma che soprattutto propiziano l'affermarsi di distorsioni competitive (pratiche di sfruttamento o di impedimento, così come formazione di oligopoli o monopoli) ben più perniciose di quelle che hanno tradizionalmente connotato il contesto di riferimento⁶.

2. Modelli di business a confronto

I connotati di fondo del settore bancario nelle principali economie di mercato, almeno a partire dalla Grande Depressione, sono andati consolidandosi come improntati a forte concentrazione, stringente regolamentazione, barriere all'ingresso, debole dinamismo competitivo

which may not themselves be insured deposit-taking institutions. Sul punto vedi *infra*, par. 2.

⁴ Oltre a quello legato allo *shadow banking*, e allo svolgimento di classiche attività bancarie, *lending in testa*, da parte di *non bank financial institutions*: in argomento si vedano già il documento del *Financial Stability Board* intitolato *Shadow Banking: Scoping the Issues. A Background Note of the Financial Stability Board*, datato 12 aprile 2011 nonché, più recentemente, l'EBA-REP-2024-18 del 7 August 2024, intitolato *EBA Regular Use Report on the fact finding exercise on creditworthiness assessment practices of non-bank lenders*, entrambi reperibili sui siti ufficiali delle due Istituzioni, rispettivamente www.fsb.org e www.eba.europa.eu.

⁵ L'immagine della "foresta pietrificata" si deve, come noto, a Giuliano Amato, che da Ministro del Tesoro nel 1988 vi fece ricorso per descrivere la condizione del sistema bancario italiano dell'epoca. Si veda A. ARGENTATI, *Le banche nel nuovo scenario competitivo. FinTech, il paradigma dell'Open banking e la minaccia delle big tech companies*, in *Merc. conc. reg.*, 2018, 3, 441 ss. ma spec. 448.

⁶ Cfr. ancora *Digitalisation of finance* (supra nt. 3), ed *ivi*, sub § 4, una articolata rassegna dei principali rischi che profilano all'orizzonte, da quelli sistemi a quelli operativi e reputazionali

e scarsa innovazione tecnologica⁷, il tutto all'insegna del *bundling* – in capo al soggetto banca – delle diverse attività di raccolta dei depositi, creazione di moneta (bancaria), concessione di credito a singoli/famiglie e imprese (dunque sostegno agli investimenti) nonché, appunto, intermediazione dei pagamenti⁸.

Da qui un significativo vantaggio competitivo per gli *incumbents*, rafforzato peraltro dalla omogeneità del modello di business da essi condiviso, orientato all'offerta e centrato sul prodotto, con una catena del valore lineare, l'accorpamento di prodotti e servizi nonché forti asimmetrie informative che ampliano l'effetto di cattura della clientela⁹.

A questa intonazione generale non ha fatto evidentemente eccezione il plesso dei servizi di pagamento, che è parso infatti replicare in sedicesimo le caratteristiche anzidette, segnalandosi per spiccata tendenza alle concentrazioni o quanto meno alla spontanea autoregolazione, nel segno della promozione di strutture orizzontali e di una solo temperata applicazione delle regole antitrust, avallata da Autorità antimonopolistiche nazionali e Corte di Giustizia¹⁰.

⁷ Per un quadro generale, seppur particolarmente riferito al contesto italiano, cfr. R. De BONIS, G. MARINELLI, F. VERCELLI, *Le banche*, in A. GIGLIOBIANCO-G. TONIOLO (a cura di), *Concorrenza mercato e crescita in Italia: il lungo periodo*, Collana storica della Banca d'Italia, Venezia, Marsilio ed., 2017, 387 e ss. Con specifico riguardo al contesto italiano mette conto sottolineare non solo, almeno a partire dalla legge del 1936, gli ulteriori limiti legati al principio di specializzazione del credito, ma già prima di tale momento l'impulso alla costituzione di un cartello bancario, da parte del Governo e della stessa Banca d'Italia, ad esempio in ordine alla fissazione di un tetto per i tassi sulla raccolta: v. R. De BONIS, G. MARINELLI, F. VERCELLI, *IBID.*, 391-392.

⁸ Utili spunti di riflessione in D. AWREY, *Unbundling Banking, Money, and Payments*, in *The Georgetown Law Journal*, 2022, v. 110, 4, 716 ss.

⁹ Cr. A. ARGENTATI, *op. loc. cit.* Si veda altresì l'Indagine conoscitiva dell'AGCM - IC32 del gennaio 2007 riguardante i prezzi alla clientela dei servizi bancari. Quelli segnalati nel testo sono peraltro connotati persino accentuatisi all'indomani della crisi finanziaria, data la forte spinta alle concentrazioni dettata dall'irrigidimento dei requisiti prudenziali: cfr. P. SIRONI, *Banks and Fintech on Platform Economies*, Wiley, Croydon, 2022, 89 ss.; E. CARLETTI, S. CLAESSENS, A. FATAS, X VIVES, *The Bank Business Model in the Post-Covid-19 World, The future of Banking*, 2, Centre for Economic Policy research, London, 2020, disponibile su <https://cepr.org/publications/books-and-reports/barcelona-2-bank-business-model-post-covid-19-world>.

¹⁰ Cfr. M. GRANIERI, *Le liberalizzazioni nel sistema dei servizi di pagamento e l'impatto della direttiva comunitaria sull'industria delle carte di credito. Alcune*

Tale stato di cose è però mutato non appena le tecnologie del digitale – dunque IA, API (interfacce di programmazione delle applicazioni), algoritmi, analisi dei dati e apprendimento automatico – sono giunte a una fase avanzata di maturità, allorché la loro intersezione proprio con quel segmento dell’attività bancaria in senso ampio costituito dai *payment services* è stata fatale¹¹, facendo da innesco a profonde trasformazioni a carico della struttura e della dinamica di funzionamento del relativo mercato, con progressivo adattamento dei servizi alla domanda, riduzione di costi e prezzi nonché soprattutto promozione di innovazione ed efficienza¹².

In effetti, l’offerta dei servizi di pagamento alla clientela è stata, sin dai primi anni Duemila, idealmente al centro di due spinte convergenti.

Da un canto quella propriamente regolatoria - generatasi a partire dalla disciplina unitaria del 2001 sui pagamenti transfrontalieri in euro¹³, nonché dal progetto SEPA¹⁴ - orientata, nel medio-lungo periodo, alla uniformazione di regole e standard operativi nell’area euro, oltre che all’adeguamento delle infrastrutture di compensazione e di regolamento delle operazioni di trasferimento fondi; e, ancora, nel breve termine, al ridimensionamento progressivo della estrema segmentazione nazionale del mercato. Dall’altro, quella legata alle trasformazioni tecnologiche nel frattempo intervenute e con esse alla perdita di centralità dell’uso del contante, a tutto vantaggio di mezzi e tecniche di pagamento via via più efficienti e potenzialmente più sicuri.

riflessioni preliminari, in *Il nuovo quadro normativo comunitario dei servizi di pagamento. Prime riflessioni – Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della banca d’Italia*, Roma, 2008, 97 ss. Paradigmatico il caso delle carte di credito e della tendenza alla creazione di strutture di pooling fra soggetti emittenti (*issuer*) e *acquirer*: cfr. R. PARDOLESI, *La concorrenza nell’industria delle carte di credito. Riflessioni preliminari*, in *Dir. banc. fin.*, 2006, 9.

¹¹ Si veda *Bank of International Settlements, Committee on Financial Market Infrastructures, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions - Principles for financial market infrastructures*, April (2012), disponibile all’indirizzo <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>

¹² Si vedano le riflessioni svolte da A. CANEPA, *The Role of Payment Services in the Development of the Big Tech Ecosystem*, *Eu. Bus. L. Rev.*, 2022, 7, 1033 ss.

¹³ Reg. 2560/2001/CE del 19 dicembre 2001, prima tappa di una serie di interventi nella medesima materia che conosce oggi nel Reg. 2021/1230/UE del 14 luglio 2021 il suo (temporaneo) approdo.

¹⁴ Il progetto *Single Euro Payments Area* (SEPA), lanciato da Commissione e il Sistema europeo delle banche centrali (SEBC).

Le forti criticità – in parte congiunturali – emerse in fase di attuazione del progetto SEPA¹⁵ hanno però ben presto sollecitato un ripensamento della traiettoria regolatoria sulle prime impostata, suggellato con il varo della direttiva PSD1¹⁶. Di qui, insieme con la fissazione di regole armonizzate per l'esecuzione di forme più sofisticate ed efficienti di pagamento, quali bonifici, addebiti diretti o carte di pagamento, il venire in esponente anche obiettivi di promozione dell'innovazione e della concorrenza nell'offerta dei *payment services*¹⁷, delineandosi un'idea di mercato aperto, quantunque ad accesso mediato da autorizzazione, resa tangibile dalla nuova categoria di operatori, costituita dagli istituti di pagamento (IP)¹⁸.

È comunque con la successiva PSD2¹⁹, risalente al 2015, che lo scenario è sensibilmente mutato, in funzione del sopraggiungere di ulteriori nuovi attori, i c.d. *Third Parties Providers*, protagonisti di servizi di disposizione di ordini di pagamento (PISP- *Payment Initiation Services Providers*), ovvero di informazione sui conti (AIS- *Account Information Service*)²⁰.

Non mette qui conto soffermarsi sulla diversa connotazione di entrambe queste attività ma è utile rammentare come, nell'un caso, un operatore terzo rispetto a prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto venga legittimato - dal pagatore- a movimentare un dato conto di pagamento, senza che il soggetto di radicamento dello stesso possa opporsi o interferire; nell'altro, invece, a un operatore diverso dal prestatore di servizi di pagamento di radicamento del conto

¹⁵ su cui v. F. PORTA, *Obiettivi e strumenti della PSD2*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale Bdl*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, a cura di F. MAIMERI, M. MANCINI, 2019, n. 87, 25-26.

¹⁶ V. Direttiva 2007/64/CE del 13 novembre 2007.

¹⁷ Cfr. ancora F. PORTA, *op. cit.*, 27.

¹⁸ Cfr. V. SANTORO, *Gli istituti di pagamento*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, O. TROIANO (a cura di), Milano, 2009, 50 ss.; M. LIBERTINI, *Brevi note su concorrenza e servizi di pagamento*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2011, 182 ss.

¹⁹ Dir. 2015/2366/UE del 25 novembre 2015.

²⁰ Su sui v. ampiamente V. PROFETA, *Third party provider: profili soggettivi e oggettivi*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari*, cit., 48 ss. Vedi altresì l'attenta analisi di M.V. ZAMMITTI, *Appunti per una ricerca sui servizi di disposizione di ordini di pagamento*, in *BBTC*, 399 e ss ma spec. 406 e ss

viene consentito di acquisire una serie di informazioni consolidate sul conto medesimo o anche su più conti, su impulso di chi ne sia titolare (i.e. il pagatore)²¹.

All'ombra di questi nuovi servizi e protagonisti si è compiuta così quella che è stata descritta come pluralizzazione soggettiva del settore dei pagamenti al dettaglio²², non priva tuttavia anche di effetti collaterali sotto forma di frizioni concorrenziali tra nuovi attori - *FinTechs*, prima, e poi via via anche *BigTechs*²³ - e *incumbents*, inquadrabili appieno attraverso la specola dei diversi modelli di business in campo: da una parte quello condiviso dagli operatori storici del settore, dall'altro quello che per grandi linee accomuna i nuovi entranti, al netto delle differenze che pure tra essi corrono e di cui meglio si dirà in prosieguo²⁴.

Le *neobanks*, per riprendere l'efficace neologismo impiegato dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria²⁵, introducono in effetti una discontinuità piuttosto netta rispetto al paradigma classico improntato alla modalità aggregata (*bundled*) di svolgimento delle attività bancarie, ivi comprese quelle di *maturity transformation* e intermediazione dei pagamenti. Lo si era resto già evidenziato in letteratura sin dagli esordi delle *FinTechs*, identificate come alfieri di

²¹ Si vedano gli artt. 5 ter e 5-quater, d. lgs. n. 11/2010, così come modificato dall'art. 2, d. lgs. n. 218/2017. Cfr. ancora M.V. ZAMMITI, *ibid.*

²² Così G. PITRUZZELLA, *FinTech e i nuovi scenari competitivi nel settore finanziario-credizio e assicurativo*, in *FinTech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*, a cura di Finocchiaro e Falce, Bologna, 2019, 1 e ss.

²³ Si veda D. A. ZETZSCHE, W. A. BIRDTHISTLE, D. W. ARNER & ROSS P. BUCKLEY, *Digital Finance Platforms: Toward a New Regulatory Paradigm*, 23 U. PA. J. Bus. L. 273 (2020). Cfr. Altresì il Rapporto consultivo del *Financial Stability Board* intitolato *Recommendations for Regulating and Supervising Bank and Non-bank Payment Service Providers Offering Cross-border Payment Services*, del 16 luglio 2024, (reperibile sul sito ufficiale www.fsb.org), sub §§ 1.1 e 1.2 9 ss.

²⁴ Cfr. E. FEYEN, J. FROST, L. GAMBACORTA, H. NATARAJAN E M. SAAL, *FinTech and the digital transformation of financial services: implications for market structure and public policy*, *BIS Paper* n. 117, reperibile all'indirizzo <https://www.bis.org/bispapers/index.htm?m=1027>; J. FROST, L. GAMBACORTA, Y. HUANG, H. SONG SHIN E P. ZBINDEN, *BigTech and the changing structure of financial intermediation*, *BIS Working Papers* n. 77, aprile 2019, *ibid.*

²⁵ *BIS- Basel Committee on Banking Supervision, Digitalisation of finance*, cit. (supra nt. 3).

nuovi modelli di business, strutturati intorno alle tecnologie digitali e incidenti sulla fisionomia dei servizi finanziari, ovvero sul modo in cui questi vengono svolti²⁶.

Ed invero, gli operatori storici (soprattutto banche) si procurano finanziamenti a breve termine (con l'attività di raccolta) per concedere prestiti a lungo termine a famiglie e imprese e, dato il loro ruolo nel fornire liquidità ai clienti, sono anche nella posizione migliore per offrire servizi di pagamento. Inoltre, raccolgono ed elaborano una messe cospicua di informazioni di diverso tipo; informazioni quantitative (*hard informations*), agevolmente verificabili e codificabili, ma soprattutto qualitative (*soft informations*), legate a quell'asset intangibile critico che sono le relazioni di lungo periodo con la clientela²⁷ e nella cui elaborazione soltanto può espletarsi uno screening *ex-ante* dei presunti mutuatari e un controllo *ex-post* del loro comportamento, quintessenza della funzione sistemica di magistratura del credito, tradizionalmente acrivibile alla istituzione banca .

Diversamente, *FinTechs* e *BigTechs* risultano in grado di sostituire a relazioni di lunga data, interazioni non correlate, episodiche, nondimeno riuscendo a prevedere, grazie all'impiego di IA e algoritmi, aspettative e preferenze della clientela e a proporre servizi e prodotti "customizzati".

Il loro modello di business, inoltre, è centrato sul cliente e orientato alla domanda, anziché impostato sul prodotto e l'offerta, marcando il passaggio da un'economia di produzione a un'economia di risultato²⁸; e ancora, come detto, si struttura sul presupposto dell'*unbundling* delle classiche attività bancarie, il che mette capo, nell'ambito dei servizi di pagamento al dettaglio, a un duplice effetto di frammentazione. Una frammentazione soggettiva, poiché alcuni operatori si limitano appunto a intermediare i pagamenti senza anche svolgere altre attività quali raccolta dei depositi o erogazione del credito, e una oggettiva, legata al fatto che giusto la differenziazione delle attività lascia isolare un segmento *upstream* (fornitura e amministrazione dei conti di

²⁶ Si veda E. S. PRASAD, *The future of Money*, CUP, Cambridge-London, 2021, 61 che in relazione alla formula *FinTech* parla di *catch-all neologism for novel financial technologies*.

²⁷ Si veda P. SIRONI, *op. cit.*, 98; J.M. LIBERTI, M.A. PETERSEN, *Information: hard and soft, working paper*, reperibile all'indirizzo www.ssrn.com.

²⁸ Cfr. E. CARLETTI, S. CLAESSENS, A. FATAS, X VIVES, *op. cit.*

pagamento) e uno *downstream* (fornitura di servizi di pagamento retail)²⁹ del settore di riferimento.

Senonché, la circostanza che più attività, siccome svolte da *player* diversi, rimangono separate tra loro, anziché essere parte di un tutto unitario, risulta tutt'altro che neutra, in quanto implica un non omogeneo assoggettamento degli operatori al medesimo telaio regolatorio, con il corollario di rottura del principio aureo "stessa attività, stessi rischi, stesse regole" e il delinearsi di uno scenario asimmetrico di vincoli e controlli, che prelude chiaramente a distorsioni concorrenziali.

Ciò è stato sottolineato dalla Commissione Europea già con la Comunicazione sulla Strategia di Finanza Digitale per l'UE³⁰ ed emerge adesso tra le pieghe della proposta di PSD3³¹, sebbene la centralità della prospettiva promozionale delle istanze di apertura del mercato fa sì che venga per lo più in esponente la condizione peggiore – da correggere - in cui si troverebbero i prestatori non bancari di servizi di pagamento, mentre non anche lo svantaggio competitivo che rischia di penalizzare gli *incumbents*.

²⁹ Vedi per tutti G. OLIVIERI, *PSD2 e tutela della concorrenza nei nuovi mercati dei servizi di pagamento digitali*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 450 ss. ma spec. 454 ss. Cfr. altresì M. SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e prestazione frazionata dei servizi finanziari*, *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 186 ss.

³⁰ Cfr. Comunicazione della Commissione *relativa a una strategia in materia di finanza digitale per l'UE*, COM(2020) 591 def., del 24.09.2020, sub paragrafo 4.4: «È quindi probabile che le società tecnologiche diventino parte integrante dell'ecosistema finanziario e la maggior parte di coloro che hanno risposto alla consultazione pubblica si aspetta un aumento dei rischi di conseguenza. È importante affrontare tutti questi rischi, non solo quelli che riguardano i clienti (titolari di polizze, investitori e depositanti), ma anche questioni più ampie di stabilità finanziaria e di concorrenza nei mercati dei servizi finanziari (...). In questo contesto, la regolamentazione e la vigilanza dovrebbero essere proporzionate, basarsi sul principio "stessa attività, stesso rischio, stesse regole" e prestare particolare attenzione ai rischi degli operatori significativi».

³¹ Cfr. Proposta di Direttiva relativa ai servizi di pagamento e ai servizi di moneta elettronica nel mercato interno - che modifica la direttiva 98/26/CE e abroga le direttive 2015/2366/UE e 2009/110/CE, del 28 giugno 2023 COM(2023) 366 final 2023/0209 (COD) - come emendata in prima lettura dal parlamento europeo il 23 aprile 2024: (P9_TA(2024)0297- 2023/0209 (COD)

3. Prime frizioni concorrenziali

Quella che precede non è certo che una descrizione assai sommaria della discontinuità nel modello di *business* prevalente nel settore dei pagamenti al dettaglio, seguita all'irrompere di nuovi attori nei due segmenti, *upstream* e *downstream*, che lo compongono. Ci pare nondimeno che essa consenta di individuare non soltanto gli snodi intorno ai quali si sono sin qui generate le principali frizioni concorrenziali ma quelli lungo i quali di ulteriori e ben più rilevanti minacciano di insorgere³².

Si sarebbe portati d'acchito a indicare nelle commissioni interbancarie il terreno di emersione dell'attrito *incumbents - new comers*, giacché numerosi sono stati in proposito gli interventi sia della Commissione europea che dell'AGCM, fino poi all'adozione di precisa metrica regolatoria con il Reg. UE 2015/751³³; più emblematiche ai nostri fini riteniamo siano tuttavia le variazioni sul tema dell'accesso al conto di radicamento da parte di soggetti altri dall'intermediario presso cui questo è intrattenuto, punto nodale dell'architettura di *open banking*.

Scontato rammentare a tal proposito il caso Sofort AG, che ha peraltro in certa misura contribuito a impostare la traiettoria della stessa direttiva PSD2. Affacciata sul mercato tedesco – siamo nel 2005 – la possibilità, offerta da SofortAG, di effettuare operazioni di e-commerce mediante servizi di disposizione di ordine di pagamento attraverso *screen scraping* da parte dei singoli pagatori, ne era seguita, già a partire dal 2006, una manovra difensiva degli *incumbents* del settore. Le principali associazioni di banche tedesche avevano infatti preso a concordare condizioni contrattuali, da inserire poi nei contratti quadro sui servizi di pagamento con la propria clientela, caratterizzate da termini particolarmente stringenti circa vincoli di riservatezza/mancata

³² Si veda già il monito espresso in AA.VV., *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, in *Quaderni FinTech*, A. BURCHI, S. MEZZACAPO, P. MUSILE TANZI, V. TROIANO (a cura di), marzo 2019, 13.

³³ Cfr. Reg. 2015/751/UE relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta. In argomento v. ancora M. LIBERTINI, *Brevi note su concorrenza e servizi di pagamento*, cit., 188; G. OLIVIERI, *op. cit.*, 450 ss. ed *ivi spec. nt.* 3.

comunicazione a terzi di dati o codici (dal PIN ai *Transaction identification numbers*), così di fatto da inibire l'interazione della clientela stessa con i prestatori di servizi di disposizione di ordini pagamento e, nella specie, ostacolare il modello di business di Sofort AG.

Chiaro risultando l'intento distorsivo della concorrenza, peraltro pianamente riconducibile a una decisione assunta da un'associazione di imprese, il *Bundeskartellamt* aveva invero avuto buon gioco nel ravvisare gli estremi di un'intesa restrittiva illecita, in violazione dell'art 101 TFUE come del § 1 GWB, salvo tuttavia omettere di irrogare sanzioni o adottare una qualche specifica misura rimediale³⁴.

Il seguito della vicenda è ben noto giacché, anche alla stregua dei limiti messi a nudo dall'*enforcement* promosso dall'autorità antimonopolistica tedesca³⁵, si è poi giunti, con il varo della direttiva PSD2³⁶, all'adozione di misure specificatamente volte a prevenire il genere di manovra interdittiva di cui era stata vittima Sofort Ag³⁷.

I conflitti intorno al tema dell'accesso ai conti di radicamento e alle informazioni su di essi sono nondimeno proseguiti anche ad onta del tenore degli artt. 66 e 67 della direttiva 2015/2366, al punto da essere proposta ricostruttivamente l'equiparazione tra conto di pagamento ed *essential facility*³⁸, soluzione suggestiva ma non esente da obiezioni dirimenti³⁹.

³⁴ Cfr. *Bundeskartellamt* B4-71/10 *Zahlungsauslösedienste*, del 29 giugno 2010. Tale decisione è stata poi ribadita dal *Bundesgerichtshof* nel 2020 (cfr. BGH 7 April 2020, KZR 58/11, *Zahlungsauslösedienst*, Juris, DE:BGH:2020:070420BKVR13.19.0).

³⁵ J. UWE-FRANCK, *Competition enforcement versus regulation as market-opening tools: an application to banking and payment systems*, in *Journal of Antitrust Enforcement*, 2024, 12, 148 ss.

³⁶ Cfr. dir. 2015/2366/UE.

³⁷ Ciò, in particolare, a mente del considerando 69°, secondo periodo, «termini e condizioni o altri obblighi imposti dai prestatori di servizi di pagamento agli utenti dei servizi di pagamento in relazione alla sicurezza delle credenziali personalizzate non dovrebbero essere redatti in modo tale da impedire agli utenti dei servizi di pagamento di utilizzare i servizi offerti da altri prestatori di servizi di pagamento, tra cui i servizi di disposizione di ordine di pagamento e i servizi di informazione sui conti».

³⁸ Così ad esempio V. PROFETA, *op. cit.*, 65.

³⁹ Vedi in particolare le condivisibili considerazioni di G. OLIVIERI, *op. cit.*, 456 ss.

Ciò non stupisce più di tanto ove solo si consideri che, nel nuovo scenario di *open banking*, il conto di pagamento assurge di fatto a punto di contatto (*rectius*, di attrito) tra i diversi modelli di business espressi da player vecchi e nuovi; il terreno di scontro concorrenziale risulta tuttavia ben più esteso e a darne conferma si è incaricata una seconda non meno nota vicenda.

Si tratta di *Apple Pay NFC chip*, nella quale, specularmente rispetto al caso *Sofort Ag*, la manovra di impedimento è stata posta in essere dal nuovo entrante. Apple, infatti, aveva lanciato un sistema di pagamento integrato in *smartphones* e altri *devices* mobili (*Apple Pay*), basato sulla tecnologia *Near Field Communication*, ma tale da non consentire che anche le ordinarie carte di pagamento potessero essere agganciate al dispositivo mobile (mediante singole app) e impiegate anch'esse in modalità NFC, se non attraverso la mediazione necessaria di *Apple wallet*, elevato dunque a vero e proprio collo di bottiglia, oltre che impiegato quale fonte di fees (*onboarding* e *transaction fees*) vantaggiose per la casa di Cupertino e di costi per le terze parti concorrenti.

La vicenda in sé, in disparte dall'istruttoria aperta dalla Commissione e poi chiusa con impegni ex art 9, Reg. 1/03/UE⁴⁰, aveva spinto il legislatore tedesco a introdurre il § 58a nello *Zahlungsdiensteaufsichtsgesetz*⁴¹, facendo obbligo alle imprese che forniscono servizi di pagamento o di moneta elettronica di consentire l'accesso (di terzi) dell'infrastruttura tecnica a condizioni e secondo tariffe adeguate; al che giova aggiungere come la stessa disciplina nazionale tedesca risulti oggi in certa misura sopravanzata da una più ampia cornice regolatoria unitaria, quale quella apprestata dal DMA e dalle prescrizioni imposte al singolo *gatekeeper* dal suo articolo 6, comma 7⁴².

⁴⁰ Cfr. *Case AT.40452 – Apple – Mobile Payments, Commission decision of 11.07.2024, C(2024) 4761 final*.

⁴¹ La c.d. *Lex Apple Pay* su cui vedi per tutti J. UWE-FRANCK, G. LINARDATOS, *Germany's 'Lex Apple Pay': Payment Service Regulation Overtakes Competition Enforcement, Discussion Paper* No. 173, accessibile alla pagina https://www.wiwi.uni-bonn.de/bgsepapers/boncrc/CRCTR224_2020_173.pdf.

⁴² Secondo l'art 6, comma 7, del Reg. 2022/1925/UE, «Il gatekeeper consente, a titolo gratuito, ai fornitori di servizi e ai fornitori di hardware l'effettiva interoperabilità, nonché l'accesso ai fini dell'interoperabilità, con le stesse componenti hardware e software che sono disponibili per i servizi o l'hardware forniti dal

Dal nostro punto di vista, tuttavia, *Apple Pay*, al di là del merito che l'ha connotata, rileva in ciò, che offre spunti in chiave prognostica di conflitti futuri. Innanzitutto, che le più perniciose azioni/condotte distorsive della concorrenza possano polarizzarsi intorno all'azione dei nuovi entranti più che degli *incumbents*; quindi, che sempre più centrale si fa il ruolo delle piattaforme, all'ombra delle quali corre peraltro anche un elemento di distinguo tra *FinTechs* e *BigTEchs*, le seconde e non le prime tipicamente servendosene.

4. *Incumbents bancari e nuovi attori: Friends or Foes?*

Un interessante studio di qualche anno fa ha provato a sintetizzare luci e ombre che si danno nel rapporto tra *FinTechs* e banche, ponendo l'interrogativo se esso sia di sinergia o di rivalità, di *Friends or Foes*⁴³. La medesima impostazione evidentemente può essere bene estesa a tutte le tipologie di soggetti nuovi entranti, inclusi anche i giganti delle piattaforme, salvo subito aggiungere che essi introducono, non soltanto nel settore dei pagamenti al dettaglio ma più in generale in quello bancario⁴⁴, potenzialità e criticità affatto peculiari.

Non è solo una questione di dimensioni, benché le *FinTechs* siano sicuramente piccole realtà, di certo se poste a parallelo delle titaniche *BigTechs*; piuttosto, è questione che attiene a come una diversa massa critica possa condizionare la capacità di interpretare (/sfruttare al meglio) il nuovo modo di fare business che si è segnalato in precedenza,

gatekeeper e alle quali si accede o che sono controllate tramite il sistema operativo o l'assistente virtuale elencati nella decisione di designazione a norma dell'articolo 3, paragrafo 9. Inoltre, il gatekeeper consente, a titolo gratuito, agli utenti commerciali e ai fornitori alternativi di servizi forniti contestualmente o in ausilio ai servizi di piattaforma di base, l'effettiva interoperabilità, nonché l'accesso ai fini dell'interoperabilità, con lo stesso sistema operativo e le stesse componenti hardware o software che sono disponibili per il gatekeeper, o da esso utilizzati, al momento della fornitura di tali servizi, a prescindere dal fatto che tali componenti siano parte del sistema operativo».

⁴³ Cfr. G. BARBA NAVARETTI, G. CALZOLARI, J.M. MANSILLA-FERNANDEZ, A. F. POZZOLO, *FinTech and Banking. Friends or Foes?*, in *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector Economia europea*, 2017, 2, 9 ss.

⁴⁴ Vedi già D. GAMMALDI, C. IACOMINI, *Mutamenti del mercato dopo la PSD2*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari*, cit., 123.

lo stare e innovare dal lato dell'offerta, interpretando e addirittura sfruttando i bisogni emergenti dal lato della domanda.

Partendo dalle *FinTechs*, si può dire che, utilizzando le tecnologie digitali, esse operano come aziende più snelle rispetto alle banche, senza sistemi rigidi, il che consente loro un adattamento di certo più rapido alle preferenze dei clienti. Oltre che nella intermediazione dei pagamenti esse si sono almeno sin qui focalizzate sulle operazioni di *P2P lending* o *crowdfunding*⁴⁵, adottando principalmente un modello di *agency*, guadagnando cioè sulle commissioni ma senza addossarsi alcun rischio del prestito che intermediano⁴⁶.

Le ripercussioni negative, in termini di potenziale erosione dei ricavi degli operatori storici, risultano tuttavia ampiamente bilanciate dai benefici, in termini di nuovo dinamismo e contendibilità del settore, incremento delle economie di scopo, efficienza, indebolimento delle barriere all'ingresso e rafforzamento della tutela dei consumatori⁴⁷, inclusione finanziaria⁴⁸. In definitiva, le *FinTech* hanno dimostrato di

⁴⁵ Cfr. A. ARGENTATI, *op. cit.*, 448; vedi ampiamente L. MODICA, *Peer to Consumer Lending*, in *Osservatorio*, 2022, 1, 81-102. Con particolare riguardo ai paletti regolamentari posti dal Reg. 2020/1503/UE cfr. M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca imp. soc.*, 2021, 13 s.

⁴⁶ cfr. J.J. CORTINA LORENTE, S. L. SCHMUKLER, *The Fintech Revolution: A Threat to Global Banking?*, *World Bank Research and Policy Briefs No. 125038*, 1 marzo 2018, disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3255725>; cfr. E. FEYEN, J. FROST, L. GAMBACORTA, H. NATARAJAN, M. SAAL, *op. cit.*, cfr. altresì il rapporto FSB 2019 a *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, in www.fsb.org. Vedi altresì S. MACCARONE, *Considerazioni in tema di innovazione tecnologica nel mercato dei servizi finanziari. Soggetti, prodotti e moneta*, in *Dir. banc. fin.*, 2023, 277 ss., ma spec. 280 ss.

⁴⁷ Cfr. O. BORGOGNO, G. COLANGELO, *Consumer Inertia and Competition-Sensitive Data Governance: The Case of Open Banking*, EUVR, 2020, 4, 143 ss., ma spec. 150: «*Instead of playing catch-up on market failures by means of ex post remedies, policy makers have started to curb information asymmetries and the lack of consumer awareness by opening up the financial markets to real time data access and tailored comparison tools. In this regard, the introduction of access-to-account rules as well as API standardisation enshrined in the PSD2 and in the UK Open Banking project highlight the rise of a new regulatory paradigm strongly focused on consumer engagement*».

⁴⁸ Si veda *Digital Disruption in Banking and its impact on Competition*, OECD (2020), 12-13, disponibile su www.oecd.org. Vale la pena notare che ci sono molte evidenze del fatto che alcune *FinTech* si stanno rivolgendo a clienti “non

svolgere in modo più efficiente – anche se disaggregato – alcune delle attività delle banche, segnatamente servizi di pagamento e, in minor misura, di lending, senza tuttavia costituire una minaccia per queste ultime.

Non hanno infatti una base di clienti fidelizzati, dispongono di un accesso limitato alle informazioni e soprattutto soffrono di una mancanza di capitale reputazionale e di riconoscibilità del marchio. Per questo motivo non sono dunque in grado di competere alla pari con gli operatori storici, senza dire poi che, essendo soggetti dalle dimensioni economiche modeste, non rappresentano una minaccia per la stabilità finanziaria. Citando ancora una volta il documento *Digital Finance*, del Comitato di Basilea, pur rimanendo per così dire ancillari rispetto alle istituzioni finanziarie tradizionali, «they are continuing to expand, particularly in higher risk segments of the financial system»⁴⁹

Lo scenario sin qui prevalente in ordine al rapporto tra questo specifico sottogruppo di *new comers* e gli *incumbents* bancari è in definitiva prevalentemente cooperativo: quando non oggetto di *killer acquisitions*, le *FinTechs* sono divenute per lo più partner degli operatori storici⁵⁰, nel quadro di relazioni di mutuo vantaggio⁵¹.

Ben diverso e potenzialmente molto più critico (*rectius*, distruttivo) è invece lo scenario legato all'avvento delle *BigTechs* quali fornitori di servizi pagamento e più in generale “simil-bancari”⁵². Con una certa

bancarizzati”, sia nei Paesi sviluppati che in quelli in via di sviluppo: si veda G. BARBA NAVARETTI, G. CALZOLARI, J.M. MANSILLA-FERNANDEZ, A. F. POZZOLO, *op. cit.*, 25.

⁴⁹ V. supra nt. 3, p. 13

⁵⁰ *Bank for International Settlements- Basel Committee on Banking Supervision, Digitalisation of finance*, settembre 2024, disponibile sul sito ufficiale www.bis.org, § 3.1, 13.

⁵¹ Si veda il rapporto FSB 2019a, *FinTech and market structure in financial services*, cit., 11. Sui rischi sistemici potenziali vedi comunque l'ampia ricostruzione del dibattito fatta da V. BEVIVINO, *Too Small to care: troppo piccole per curarsene? L'individuazione del rischio sistemico generato dalle Fintech*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 183 ss.

⁵² Circostanza che si è andata consolidando di anno in anno se solo si considera che ancora nel 2019 il *Financial Stability Board*, nel suo rapporto 2019a, *FinTech and market structure*, cit., 12, alludeva all'avvento delle *BigTechs* come parte di uno scenario in divenire: «*In some jurisdictions, large, well-established technology firms have recently entered financial services markets. These firms can provide financial services as part of the products or services that they normally provide*».

approssimazione può parlarsi di grandi aziende la cui attività principale è la fornitura di servizi digitali non finanziari attraverso l'utilizzo di piattaforme⁵³, aspetto cruciale cui si legano i pronostici su strategie competitive e rischi di questa categoria di nuovi entranti.

Le *BigTechs* hanno un baricentro focalizzato su attività diverse da quelle bancarie vere e proprie, per cui qualunque sia il servizio che forniscono – dai pagamenti ai piccoli prestiti fino a una sorta di raccolta del risparmio – questo va letto attraverso la lente dell'arricchimento di un paniere di servizi/attività, centrato su altro core-business. Come ben sottolineato in letteratura, ad ognuna di queste aziende fa infatti capo un proprio ecosistema digitale – quello delle ricerche online, quello del marketplace dei prodotti e così via – per cui i segmenti di attività da esse svolte nel contesto che ci occupa rilevano se ed in quanto forieri di valore aggiunto di quello stesso ecosistema⁵⁴.

Questa considerazione è cruciale per inquadrare la traiettoria intrapresa da questo secondo sottoinsieme di *neobanks*, che dall'intermediazione dei pagamenti e dai portafogli digitali in generale – basti citare *Alipay*, *Google Pay*, *Apple Pay* o *Amazon Pay*⁵⁵ – si è estesa al microcredito – per es. *Amazon Lending* o *Google Store Financing* – fino alla sperimentazione di forme di criptovaluta – *Amazon coins* o il progetto *Lybra* di Meta. Ognuna di queste “frontiere” va letta in chiave di strumentalità all'accrescimento di un ecosistema di riferimento (giova ribadirlo, avente focalizzazione non bancaria), donde peraltro conseguenze ben precise dal punto di vista dei costi di produzione e dei prezzi di fornitura, grazie allo schema di “*cross subsidization*”, tipica dei *mulsi-sided platform markets*⁵⁶.

⁵³ Per un'ampia analisi e una rassegna più completa della letteratura sul tema, si veda K. CROXSON, J. FROST, L. GAMBACORTA, T. VALLETTI, *Platform-based business models and financial inclusion*, *BIS working paper* n. 986, gennaio 2022, disponibile su www.bis.org.

⁵⁴ cfr. M. JACOBIDES, I. LIANOS, *Ecosystems and competition law in theory and practice*, in *Industrial & Corporate Change*, 2021, 30, 1199 ss.; v. H.S.E. ROBERTSON, *Antitrust market definition for digital ecosystems*, in *Concurrences*, 2021, 2, 3 ss.; A. CANEPA, *op. cit.*, 1005-1006.

⁵⁵ Si veda D. GAMMALDI, C. IACOMINI, *op. cit.*, 125 ss.

⁵⁶ Imprescindibili, in proposito, il rinvio a J-C. ROCHET, J. TIROLE, *Platform competition in two-sided markets*, in *Journal of the European Association*, 2003, 996–1029 nonché a D. EVANS, *The antitrust economics of multi-sided platform markets*, in *20 Yale Journal on Regulation*, 2003, 327–379. Sia inoltre consentito rinviare a E.

Paradigmatico il caso del microcredito, che non essendo esercitato dalle grandi piattaforme per generare profitti, bensì per rafforzare gli effetti di rete e il valore aggiunto del proprio ecosistema digitale di riferimento (*marketplace*, *search engine* o altro, poco importa), può bene essere offerto a costi e prezzi marginali quasi prossimi allo zero, non però sostenibili dagli altri concorrenti.

Ora, sarebbe ingiustificato trascurare come molti di questi elementi mettano capo ad effetti potenzialmente positivi, apprezzabili ancora una volta in termini di maggiore dinamismo nell'offerta di prodotti e servizi a prezzi più competitivi, ovvero maggiore inclusione finanziaria a favore di controparti individuali o professionali, anche non bancarizzate⁵⁷. Tuttavia, non appena si prende in considerazione l'impatto che le "dimensioni" e le caratteristiche principali delle *BigTechs* possono avere sul modo di fornire anche solo l'insieme limitato di servizi appena menzionato, emergono anche interrogativi e criticità.

Come è stato efficacemente osservato, *Big Tech platforms have most of the advantages of FinTech firms with practically none of the drawbacks (...) [they] already have a captive ecosystem, with high switching costs for customers and can exploit economies of scope and efficient technologies to provide financial services*⁵⁸. In pratica, si giovano della straordinaria propulsione derivante da effetti di rete ed economie di scala, senza scontare le debolezze di cui soffrono invece le *FinTechs*: mentre queste ultime hanno un accesso limitato alle *soft informations* cui si è prima fatto cenno e non possono contare su una base di clienti fidelizzati, le *Big Techs* godono di un ampio accesso a una mole pressoché illimitata di informazioni, contano su un'enorme massa critica di clienti e, soprattutto, non patiscono mancanza di reputazione o visibilità.

CAMILLERI, «Facebook credits» e commercializzazione di beni virtuali per social games: l'abuso di posizione dominante alla prova di un mercato con piattaforma plurilaterale, in *AIDA. Annali italiani del diritto d'autore della cultura e dello spettacolo*, 2011, 144 ss. Si veda altresì G. COLANGELO, *Big data, piattaforme digitali e antitrust*, in *Merc. conc. reg.*, 2016, 425 ss.

⁵⁷ Si veda ancora il rapporto *FSB Recommendations for Regulating and Supervising Bank and Non-bank Payment Service Providers Offering Cross-border Payment Services*, cit., 11.

⁵⁸ v. *Digital Disruption in Banking and its impact on Competition*, cit., 15.

In sintesi, la trimurti “piattaforme – effetti di rete – big data”⁵⁹ racchiude in sé pro e contro del secondo sottogruppo di nuovi entranti nel settore dei pagamenti, facendone attori potenzialmente dirompenti per l’equilibrio di quest’ultimo nonché, come si dirà, del sistema bancario e finanziario nel suo insieme.

5. *Segue. Le Big Techs*

Molti aspetti critici, collegati all’azione dei *Tech Giants*, sono ben presenti nel dibattito scientifico e hanno già costituito materia di importanti decisioni di Corti e Authorities, specie nel panorama europeo. Basti dire di riservatezza e tutela dei dati sensibili, specie in considerazione del c.d. *privacy paradox*⁶⁰, cui è riservata peraltro particolare attenzione in seno alla proposta di Regolamento sui servizi di pagamento (PSR)⁶¹.

Ai nostri fini preme tuttavia fermare l’attenzione sui rischi per certi versi ancora solo probabili che attengono agli scenari concorrenziali *in progress*, riguardanti cioè la forma futura del mercato dei pagamenti e bancario in genere, nonché il conseguimento/la preservazione della loro

⁵⁹ Si veda J. PADILLA, *Big techs "Banks", financial stability and regulation*, aprile 2020, disponibile su www.ssrn.com; T. SMITH E D. GERADIN, *Maintaining a level playing field when Big tech disrupts the financial services sector*, giugno 2021, disponibile su www.ssrn.com.

⁶⁰ In argomento v. D.J. SOLOVE, *The Mith of The Privacy Paradox*, in *George Washington Law Review*, 1, Vol. 89, 2020, consultabile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3536265>; S. ATHEY, C. CATALINI, C. TUCKER, *The Digital Privacy Paradox: Small Money, Small Costs, Small Talk*, in *Working Paper Series*, - *National Bureau of Economic Research*, 2017, disponibile su <https://doi.org/10.3386/w23488>. Con riguardo alla più generale tematica della tutela dei consumatori si rinvia alla panoramica di F. FERRETTI, *L’Open Finance. Quali prospettive regolatorie per una strategia UE in materia di protezione dei consumatori nella finanza digitale?*, in *Banca imp. soc.*, 2023, 277 ss.; G. GIMIGLIANO, *La vulnerabilità del consumatore di servizi di pagamento: alla ricerca di un punto di equilibrio tra competitività ed inclusione*, in questa *Rivista*, 2023, Supplemento, 313 ss.

⁶¹ Cfr. Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai servizi di pagamento nel mercato interno e che modifica il regolamento n. 1093/2010/UE, come emendata in prima lettura dal parlamento europeo il 23 aprile 2024 (P9_TA(2024)0297- 2023/0209 (COD) ed ivi, in particolare, i considerando 114°, da 116° e 117° nonché, fra le altre, la previsioni degli artt. 36, comma 1, lett. b o 59, comma 5.

contendibilità. Rischi legati alla variabile indipendente della plausibilità -maggiore o minore – di una postura delle *BigTechs* che le veda replicare su più larga scala lo schema efficacemente descritto come “del nido del cuculo”⁶²: penetrare selettivamente nuovi mercati iniziando a svolgere limitate attività nella loro cornice, per poi progressivamente espandersi fino a scalzare gli operatori storici o ridurli a una condizione di minorità.

In pratica, è probabile che le *BigTechs* cerchino di intraprendere una serie di attività volte a consolidare la propria presenza e il proprio posizionamento nel settore bancario, facendo leva sul grande potere di cui già godono all'interno dell'ecosistema che rispettivamente "orchestrano"; e anche se, nel breve termine, ciò potrebbe persino fungere da fattore di innesco di un certo dinamismo concorrenziale, nel medio termine rischia di tradursi in antagonista di quest'ultimo, come già successo nei mercati bancari meno sviluppati, quali Cina, America Latina o Africa⁶³.

A propiziare un simile scenario concorre peraltro una convergenza tra, da una parte, caratteristiche proprie dei nuovi player di cui discutiamo - effetti di rete, *cross subsidization*, economie di scala⁶⁴, controllo su un'enorme mole di dati⁶⁵ - e, dall'altra, specificità della cornice di mercato che ci occupa.

⁶² Cfr. F. VITALI GENTILINI, *La strategia del cuculo. I giganti digitali vogliono prendersi tutto*, in *Limes*, 2018, 10, 45 ss.; ID., *Mobile payment e identità elettronica: le nuove sfide per la supremazia commerciale epilitica*, in *Nomos & Khaos, Rapporto Nomisma 2012-2013 sulle prospettive economico-strategiche - osservatorio scenari strategici e di sicurezza*, 311 ss.

⁶³ Si veda J. SMITH, D. GERADIN, *op. cit.*, 14; J. PADILLA, *Big techs "Banks", financial stability and regulation*, cit., 4-5. Si veda anche *Digital Disruption in Banking and its impact on Competition*, cit., 15, per riferimenti a singole esperienze nazionali o d'area geografica, già registrate.

⁶⁴ Si veda, tra i tanti, A. EZRACHI, M.E. STUCKE, *Virtual competition. The promise and perils of the Algorithm- driven Economy*, in *Harvard University Press*, 2026, *passim*; M. LIBERTINI, *Mercati digitali e politica della concorrenza. Alcune osservazioni sull'adeguatezza del toolkit antitrust*, in *Orizzonti*, num. spec. 2021, 337 ss.; L. ZINGALES, *Regulating Big tech*, *BIS working paper* n. 1063, dicembre 2022, disponibile su www.bis.org. Vedi altresì M. EIFERT, A. METZGER, H. SCHWEITZER, G. WAGNER, *Taming the Giants: the DMA/DSA Package*, in *Common market law review*, 58, 987, ma spec. 990, che definiscono le *Big Techs* come *prone to create concentrations*.

⁶⁵ J. SMITH E D. GERADIN, *op. cit.*, 15.

Scontato in proposito il rimando alla già citata direttiva PSD2 (dir. 2015/2366/UE), che al fine di promuovere la concorrenza e l'innovazione nel settore dei pagamenti cristallizza precisi obblighi del PSP di radicamento del conto in ordine alla condivisione di informazioni richieste da PISP o AISP⁶⁶, così dunque avallando l'attitudine dei TPPs (e però soprattutto, al loro interno, le *BigTechs*) di penetrare nel patrimonio informativo che le banche detengono, riconducibile ai rapporti ramificati e risalenti con la propria clientela.

Inoltre, ad amplificare gli effetti distorsivi di tale previsione, facendone cioè il tassello di una sostanziale asimmetria inopinatamente di favore verso i *Tech Giants* concorre, da altro fronte, il Regolamento generale sulla protezione dei dati (GDPR), che in merito alla cruciale questione della portabilità, obbliga sì la trasmissione da un titolare del trattamento a un altro, ma nei limiti della fattibilità tecnica⁶⁷: quanto dire che le *Big Techs* hanno buon gioco nel penetrare il patrimonio informativo altrui (delle banche, segnatamente) sul terreno dei servizi di pagamento, mentre possono godere di una protezione/preservazione del patrimonio proprio (siccome titolari di trattamento, appunto) sul terreno più generale del GDPR.

Completano, infine, il quadro, gli ostacoli alla interoperabilità di funzioni/servizi da un operatore all'altro, che tendono a moltiplicarsi nell'ambito della *platform economy*; ostacoli di cui, del resto, aveva già dato prova la vicenda Apple Pay NFC chips, ricordata in precedenza e cui sono oggi rivolte alcune delle raccomandazioni dell'Eba in tema di pagamenti *cross-borders*⁶⁸.

Ora, questo insieme di elementi ci pare propizi la prospettiva secondo cui, pure in relazione al mercato che ci occupa, possa attuarsi

⁶⁶ Vedi articoli 66, par. 4, lett. b) e c), 67, par. 3, lett. b). 3, lett. b. Per un'analisi completa si veda V. PROFETA, *op. cit.*, 48 ss.

⁶⁷ Si veda l'art. 20, par. 2, Reg. 2016/679/UE.

⁶⁸ Si veda il Rapporto FSB intitolato *Recommendations to Promote Alignment and Interoperability Across Data Frameworks Related to Cross-border Payments (Final report)* del 12 dicembre 2024. Sul fronte della promozione della interoperabilità deve in ogni caso oggi guardarsi al Data Act, Reg. 2023/2854/UE del 13 dicembre 2023, riguardante norme armonizzate sull'accesso equo ai dati e sul loro utilizzo e che modifica il regolamento 2017/2394/UE e la direttiva 2020/1828/UE (regolamento sui dati).

il c.d. “*tipping effect*”⁶⁹ ad opera dei nuovi attori di maggiori dimensioni; di più, che i pagamenti al dettaglio siano stazione intermedia di una estensione su più larga scala all’intero mercato bancario.

Anche in disparte dalle implicazioni sistemiche che ciò potrebbe avere⁷⁰, il venir meno delle condizioni di concorrenza effettiva tra le *BigTechs* più efficienti o comunque più determinate a perseguire obiettivi di ribaltamento e i maggiori *incumbents* bancari minaccia infatti di riprodurre quel che Ariel Ezrachi e Maurice Stucke hanno descritto come *Frenemy-scenario*⁷¹, fatto di abusi unilaterali, discriminazioni di prezzo e altre distorsioni della lotta *nel* e soprattutto *per il* mercato.

La probabilità che una simile strategia egemonica si realizzi e, soprattutto, l’entità del suo eventuale impatto sul settore bancario dipendono però largamente dall’ulteriore evoluzione dei modelli di business, delle grandi piattaforme, come degli operatori storici. Il che ci riporta dalle ipotesi ai fatti.

6. *La platformization e gli scenari probabili*

Vi è di certo una sorta di vincolo esterno tecnologico che condiziona tutti gli operatori, vecchi e nuovi, ma che fatalmente si rivela molto più favorevole per i secondi e “ostile” o difficilmente scalabile per i primi: l’uso delle piattaforme.

Non si può, cioè, non considerare come il settore finanziario, in generale, e quello bancario, in particolare, siano da tempo al centro di un riorientamento complessivo verso il modello della piattaforma, nuova forma di interconnessione tra gli istituti di credito, di pagamento e di moneta elettronica e le istituzioni non finanziarie dell’Unione

⁶⁹ Cfr. O. BEDRE DEFOLIE, R. NITSCHKE, *When Do Markets Tip? An Overview and Some Insights for Policy*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 11, 10, 2020, 610.

⁷⁰ L. ZINGALES, *op. cit.*, 7.

⁷¹ A. EZRACHI, M.E. STUCKE, *op. cit.*, 145 ss., riferendosi al rapporto superpiattaforme e Apps.; Degli stessi Autori si veda, inoltre, il più recente *How Big-Tech Barons smash innovations and how to strike back*, Harper Collins, 2022, laddove viene analizzata la capacità delle spesse superpiattaforme di ostacolare l’innovazione tecnologica allorché percepiscono elementi di potenziale minaccia al proprio primato (ivi, 42 e ss.).

Europea; lo rileva chiaramente l'Eba⁷², che distingue tra *Comparators*, *Financial Institutions*⁷³, *Platforms with banking/payments as a collateral service*, *Ecosystems*⁷⁴ e *Enablers*⁷⁵.

Stando così le cose, si potrebbero ipotizzare allora due scenari estremi e uno intermedio.

La prima ipotesi vede le banche più efficienti e più grandi decidere di impegnarsi in una competizione *head to head* con i nuovi arrivati, sviluppando autonome piattaforme (*Financial Institutions+*) e cercando di attirarvi "a bordo" il maggior numero possibile di servizi, anche non strettamente bancari. Un esito di questo tipo è tuttavia piuttosto difficile da conseguire, a causa dei costi di transizione implicati dai pesanti sistemi *legacy* che le banche devono gestire, senza dire del fatto che esse sono classicamente dei *match-maker* tra i consumatori e i prodotti, poli di attrazione della clientela, mentre non anche dei produttori di beni/servizi collaterali⁷⁶.

Allo stesso tempo, uno scenario speculare, in cui le *BigTech* decidano di utilizzare l'infrastruttura della piattaforme per svolgere direttamente servizi di intermediazione in attività creditizia e finanziaria è da giudicare esso stesso assai improbabile, implicando, tra l'altro l'assunzione di rischi e la sopportazione di oneri regolatori cui sin qui le grandi piattaforme hanno cercato di sottrarsi⁷⁷.

Escluso così sia che le banche possano evolvere in "piattaforme", sia che le piattaforme – *rectius*, le grandi società che le controllano e regolano (per lo più *gatekeepers*) – tendere a una piena trasformazione in banche, ecco risaltare la maggiore plausibilità di uno scenario

⁷² Si veda Report *on the use of digital platforms in the EU banking and payment sector*, dell'EBA - EBA/REP/2021/26 del settembre 2021.

⁷³ ovvero piattaforme fornite da istituti finanziari che danno accesso anche a prodotti e servizi di terzi.

⁷⁴ Piattaforme che fungono da unico punto di accesso a più prodotti finanziari e non finanziari di fornitori terzi.

⁷⁵ Piattaforme che consentono l'accesso ai pagamenti e ad altri servizi e che sfruttano i dati per estendere i servizi.

⁷⁶ Sulle ripercussioni che il processo di digitalizzazione ha comunque a carico degli assetti organizzativi dell'impresa bancaria e sulla flessibilità limitata che questa comunque presenta si veda E. RESTELLI, "Trasformazione digitale" e assetti organizzativi nell'impresa bancari, in questa *Rivista*, 2024, III, 697 ss.

⁷⁷ Per un'analisi più approfondita di questi aspetti si veda P. SIRONI, *op. cit.*, *passim* ma in particolare 126-127.

intermedio, già peraltro largamente in atto, qualificato come *Banks As A Service*⁷⁸, di cui offre efficace sintesi ancora il Comitato di Basilea di supervisione bancaria: «*Banking as a service (BaaS) describes the provision of banking services by banks through non bank intermediaries (eg. fintechs, big techs and other firms) that serve as the interface to clients*»⁷⁹.

Non sfuggono certo i molti aspetti positivi sottesi a un'evoluzione del genere, foriera di vantaggi sia per gli *incumbents* che per i nuovi arrivati, a partire dalla possibilità di intercettare meglio l'aspettativa dei clienti circa un'esperienza *end-to-end* di servizi digitali in un'unica finestra⁸⁰.

Vi è però anche un pericoloso rovescio della medaglia, consistente nel rischio che si determinino sempre più le condizioni di un rapporto fortemente squilibrato, se non di vero e proprio vassallaggio, delle banche tradizionali rispetto alle più grandi tra le *neobanks*: in pratica, un'altra via al *Frenemy scenario*, prima richiamato.

E infatti, le *BigTechs* continuerebbero a coltivare autonomamente i segmenti di business più redditizi o comunque per sé vantaggiosi, tra quelli praticati in forma aggregata (*bundled*) dagli operatori storici, a partire da intermediazione dei pagamenti e *small lending*; avrebbero in pari tempo buon gioco nel monopolizzare la distribuzione di prestiti ai consumatori e alle PMI, non nel senso di erogare essi stessi i crediti, assumendone i rischi, bensì di forzare le banche tradizionali a diventare produttori a basso costo di prodotti creati e distribuiti da terzi⁸¹.

Le banche, per contro, oltre a registrare una significativa erosione dei margini di profitto, verrebbero ridimensionate al ruolo di fornitori di prodotti/servizi finanziari rivolti ai clienti già *onboard* di questa o quella piattaforma. In più, in condizioni di limitata interoperabilità di dati e sistemi, dunque in un panorama per lo più costituito da ecosistemi digitali *mono-homing*, avrebbero la necessità di far parte del maggior

⁷⁸ Cfr. L. K. BERBER, A. ATABEY, *Open Banking & Banking as a Service (BaaS): a delicate turnout for the banking sector*, in *Global Privacy Law Review*, 2,1, 2021, 59 ss.

⁷⁹ Cfr. *Bank for International Settlements- Basel Committee on Banking Supervision, Digitalisation of finance*, cit., §3.2.

⁸⁰ Cfr. L. K. BERBER, A. ATABEY, op. cit. 71 ss.

⁸¹ Cfr. M. DE LA MANO, J. PADILLA, *Big tech Banking*, 2018, disponibile su www.ssrn.com; J. PADILLA, *Big techs "Banks", financial stability and regulation*, cit.

numero possibile di piattaforme, di modo da non perdere massa critica di transazioni.

Il potenziale dirompente di un tale quadro si fa così evidente: erosione dei margini di profitto delle istituzioni finanziarie⁸², progressiva disaggregazione delle attività bancarie, consolidamento della penetrazione diretta nel settore da parte delle grandi piattaforme, perdita di effettività, quando non aggiramento della regolamentazione settoriale.

Più analiticamente possono agevolmente distinguersi rischi strategici, legati al fatto che la condizione di dipendenza da soggetti non bancari, ai fini della creazione del business, toglierebbe alla banca un pieno controllo sui volumi dell'offerta e sul design di prodotto nonché rischi reputazionali, specie presso la clientela, legati al funzionamento (e alla sicurezza) di processi automatizzati di fatto gestiti da soggetti altri dalla banca⁸³. E ancora, rischi operativi, tra cui in particolare di *compliance* e *third-party fraud*⁸⁴, rischi legati alla gestione dei dati nonché soprattutto rischi legati alla stabilità finanziaria⁸⁵. Se è vero infatti che una maggiore concorrenza può essere vantaggiosa per il settore bancario nel suo complesso, è anche vero, che *increased competition could also affect the ability of institutions to generate capital internally through retained earnings. It could also lead to potential mispricing of risk, e.g. if aggressive pricing were to cause*

⁸² Si veda il rapporto FSB 2019b, *Big tech in finance. Market developments and potential financial stability implications*, in www.fsb.org, 22-23.

⁸³ Cfr. *Bank for International Settlements- Basel Committee on Banking Supervision, Digitalisation of finance*, cit. (supra nt. 3), p 17: *In BaaS arrangements or other interactions with third parties, issues with non-bank partners or service providers could affect the bank's business or operations, and its reputation among consumers, investors and professional service providers*

⁸⁴ *Ibid.* 18, ove con particolare riguardo ai *Third party risks* si osserva che *While outsourcing can reduce costs and improve operational flexibility, it can also amplify issues relating to information and cyber security, privacy and operational resilience. Bank oversight of third parties can be limited in cases where banks have no contractual relationship with the third party (eg in the case of transactions on public blockchains, participants are operationally dependent on parties that cannot be identified or controlled), or where the third party has no regulatory authorisation (eg under certain open banking frameworks).*

⁸⁵ *Ibid.* p. 20-21

*interest rates on loans to be too low and encourage excessive borrowing*⁸⁶.

Su molti di questi aspetti si è per vero da ultimo concentrata l'azione del legislatore europeo, a partire dal *Digital Finance Package*⁸⁷ del 2020 e le sue diramazioni: la *Digital Finance Strategy*⁸⁸, con i regolamenti DORa (appunto sulla resilienza delle infrastrutture tecnologiche)⁸⁹, MICAR⁹⁰ e DLT-Pilot⁹¹; e la *Retail Payment strategy*, con due testi che metteranno capo al superamento della PSD2, vale a dire la proposta di terza direttiva sui pagamenti (PSD3), nonché la proposta di regolamento sui servizi di pagamento (PSR), già richiamate in precedenza⁹².

Non v'è dubbio tuttavia che un fronte scoperto resti proprio quello antitrust, che da tempo accusa, in punto di regole sostanziali come di toolkit, una non piena capacità di intercettare assetti e condotte legate ai *digital market*⁹³.

7. Livellare il campo di gioco tra concorrenza e regolazione

Beninteso, non è plausibile pensare che sia compito di *NCA*s e autorità regolatorie proteggere le istituzioni finanziarie dalla dinamica concorrenziale che si possa generare nel comparto in cui operano; altra cosa è però ritenere, come suggerisce il *Financial Stability Board*, che *regulators and supervisors should pay close attention to the impact of*

⁸⁶ Si veda ancora il Rapporto FSB 2019b, *Big tech in finance*, cit. (nt. 84), p. 24.

⁸⁷ Cfr. *Digital Finance Package* del 24 Settembre 2020, https://finance.ec.europa.eu/publications/digital-finance-package_en.

⁸⁸ COM(2020) 591 definitivo

⁸⁹ Cfr. Reg. (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022.

⁹⁰ Reg. (UE) 2023/1114 relativo ai mercati delle cripto-attività ("MiCAR").

⁹¹ Reg. (UE) 2022/858 del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito.

⁹² V. *supra* rispettivamente note 31 e 62.

⁹³ Si vedano i molti spunti offerti dalla *Comunicazione della Commissione sulla definizione del mercato rilevante*, (C(2023) 6789 final), dell'8 febbraio 2024, in particolare §§ 3.2.1.3, sub. n. 58,4.4.4 e 4.5. Sul tema cfr. inoltre M. LIBERTINI, *Digital markets and competition policy. Some remarks on the suitability of the antitrust toolkit*, in *Orizzonti del dir. Comm.*, 2021, 337 e ss.; H.HOVENKAMP, *Digital Cluster Markets*, in *Columbia Business Law Review*, 2022, 246.

*competition on viability of business models and the nature of the competitive response from incumbent*⁹⁴.

Se l'attuale prevalenza di rapporti “cooperativi” tra *BigTechs* e *incumbents* induce, a prima vista, a rimandare qualsiasi ipotesi di intervento, prediligendo un approccio “attendista”, così da scongiurare ogni *overshooting* che possa tradursi in ostacolo all'innovazione e, dal punto di vista antitrust, fare incorrere nei classici errori di tipo I (falsi positivi), va però tenuta a mente la lezione appresa dal caso *Lehman Brothers*: quello bancario/finanziario non è un mercato come gli altri, la concorrenza deve conoscere taluni temperamenti, visti gli interessi generali coinvolti e di certo va considerata distopica la prospettiva che si condensa nell'affermazione, pare attribuita a Bill Gates, secondo cui *Banking is necessary, banks are not*⁹⁵.

Peraltro non può essere tralasciato qui di considerare che il completamento di una strategia c.d. di avvolgimento da parte di *BigTechs* rischia di non essere più reversibile; il conseguimento del *tipping effect* segna infatti il punto critico oltre il quale il vantaggio dell'*incumbent* non è più arginabile né reversibile ed anzi il ribaltamento si completa piuttosto drasticamente grazie ai *network effects*. Quanto basta, insomma, per considerare come non più rinviabile il livellamento del campo di gioco.

Molte proposte sono state avanzate a questo proposito, all'insegna, ad esempio, della necessità di una risposta normativa concertata a livello di istituzioni sovranazionali, ovvero della promozione dell'interoperabilità dei dati, cui pure oggi tende il Data Act⁹⁶. Proposte condivisibili ma non risolutive⁹⁷, se non coniugate con la consapevolezza delle caratteristiche precipue di alcuni dei nuovi player e del loro modello di business, così da elaborare adeguate contromisure preventive o correttive per alcuni dei loro comportamenti più perniciosi.

⁹⁴ Si veda il Rapporto FSB 2019b, *Big tech in finance, cit. (supra nt. 82)*, p. 23.

⁹⁵ Vedi altresì E. S. PRASAD, *op. cit.*, 97.

⁹⁶ Cfr. Reg. 2023/2854/UE, cit. e in particolare i considerando 1°, 2° e 5°. Cfr. W. KERBER, *Data Act and competition: An ambivalent relationship*, in *Concurrences* 1, 2022; P.G. PICHT, *Caught in the acts: framing mandatory data access transactions under the data act, further EU digital regulation acts, and competition law*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 2023, 67 ss.

⁹⁷ Cfr. L. ZINGALES, *Regulating Big tech* (supra nt. 65), 10 e ss.

Si intercetta in tal modo il dibattito sull'aggiornamento dell'edificio antimonopolistico europeo, su cui è assai indicativo il recente *Commission Staff Working Document*, pubblicato dalla Commissione europea nel Settembre del 2024 e dedicato alla valutazione sullo stato di applicazione del regolamento 1/2003 (e del Regolamento n. 773 del 2004)⁹⁸, allorché vi si osserva come la digitalizzazione dell'economia abbia determinato «*a potential and increasing tension between the need for fast intervention on the one hand and the average duration of antitrust proceedings on the other, together with concerns on the effectiveness of the Commission's investigative tools*»⁹⁹.

Il kit di strumenti antitrust necessita, infatti, di un adeguamento di categorie e concetti, a partire dalla definizione di mercato rilevante. Ma soprattutto, dal punto di vista dei rimedi, necessita di una più chiara determinazione dell'area di impatto di quelli comportamentali e strutturali, che consenta di affrancarsi dalla sequenza necessaria “violazione-danno concorrenziale-sanzione”, entro cui resta pur sempre confitto il dispositivo dell'articolo 7 del Reg. 1/2003/CE.

Non a caso, in Germania prima e in Italia poi – ma altrettanto può ormai dirsi per la quasi totalità di paesi dell'UE – l'opzione che ha prevalso è stata quella dell'adozione dello strumento delle indagini conoscitive, seguite eventualmente da misure comportamentali o strutturali a prescindere dal riscontro di condotte riconducibili (quali classiche infrazioni) all'alveo dei divieti di cartelli e abuso di posizione dominante (il c.d. *new competition tool*)¹⁰⁰.

Rispetto allo specifico contesto che ci occupa, tuttavia, allorché le principali minacce all'assetto concorrenziale del mercato (bancario) si addensano a ridosso di quelle tra le *neobanks* che rispondono

⁹⁸ Cfr. *Commission Staff Working Document. Evaluation of Regulations 1/2003 and 773/2004* - SWD(2024) 216 final.

⁹⁹ *Ibidem*, § 3.3.1, 36.

¹⁰⁰ Cfr. G. COLANGELO, *Trendy antitrust for digital markets: are market investigations the new black?*, in *Journal of European Competition Law & Practice*, 2024, 15, 5, 289 spec. 293. Sul *New Competition Tool* nell'esperienza tedesca v. L. Uwe Franck – M. Peritz, *Germany's new competition tool: sector inquiry with remedies*, in *Journal of eur. Compt. Law & Practice*, 2024, 1 e ss.; quanto invece al modello italiano cfr. M. LIBERTINI, *L'introduzione in Italia del "New Competition Tool" (all'insaputa del legislatore)*, in *Giornale di Diritto Amministrativo*, 2024, 3, 361, nonché E. CAMILLERI, A. J. THOM, *La via italiana al New Competition Tool: rilievi critici di metodo e merito*, in corso di stampa su NLCC, 1/2025.

all'identikit dei *Tech Giants*, la necessità di integrare la classica intonazione proscrittiva e reattiva del diritto della concorrenza, con misure a vocazione prescrittiva e proattiva sembra trovare riscontro nel Regolamento DMA¹⁰¹ e in specie nei suoi articoli 5 e 6.

In vista di obiettivi di equità e contendibilità del mercato, queste disposizioni dettano infatti prescrizioni di carattere comportamentale, veri e propri obblighi ex ante a carico dei *gatekeepers*¹⁰², di segno positivo o negativo, che bene restituiscono – unitamente ad altri tasselli del medesimo testo regolamentare – la cifra di uno strumento ibrido tra regolamentazione e concorrenza, *a competition hand in a regulatory glove*¹⁰³. Strumento che, inglobando fra l'altro anche un nuovo compendio rimediale, sotto forma di investigazioni sulle inosservanze sistematiche (art. 18, reg. Regolamento (UE) 2022/1925), analogo a quello che va delineandosi a livello municipale come *new competition tool*, ci pare consenta di articolare una risposta adeguata al genere di problemi cui si è fatto riferimento nelle pagine precedenti, seppure in una con il rafforzamento delle misure di regolamentazione micro e macroprudenziale *activity-based* e ripristinando la centralità del principio "*same activity, same risks, same rules*"

Non si tratta di propugnare barriere all'ingresso, né una aprioristica protezione degli operatori storici, semmai di tenere in debita considerazione la circostanza che un grado eccessivo di contendibilità non è necessariamente auspicabile nel settore bancario, poiché potrebbe renderlo troppo liquido e frammentato, laddove una massa critica di operatori è invece fonte di stabilità. E, soprattutto, al cospetto della geometrica potenza dei *Tech Giants* di rammentare il giudizio espresso da Richard Posner all'indomani della crisi del 2008: «If you're worried that lions are eating too many zebras, you don't say to the lions, 'You're eating too many zebras.' You have to build a fence around the lions»¹⁰⁴59

¹⁰¹ Cfr. Regolamento (UE) 2022/1925 del 14 settembre 2022 relativo a mercati equi e contendibili nel settore digitale

¹⁰² Definiti dall'art 3 del medesimo Regolamento (UE) 2022/1925

¹⁰³ N. MORENO BELLOSO, N. PETIT, *The EU Digital Markets Act (DMA): A Competition Hand in a Regulatory Glove*, in *European Law Review*, 2023, 381 ss.

¹⁰⁴ https://www.huffpost.com/entry/judge-richard-posner-disc_n_188950

Intelligenza artificiale e rapporti bancari

SOMMARIO: 1. Intelligenza artificiale e rapporti bancari. – 2. Contrattazione e volontà: la trattativa automatizzata. – 3. Merito creditizio e responsabilità della banca per inesattezza nella valutazione. – 4. Intelligenza artificiale, privacy e tutela della persona. – 5. Conclusioni.

1. Intelligenza artificiale e rapporti bancari

Il dibattito che ormai da tempo si sviluppa intorno all'intelligenza artificiale¹ e alle sue applicazioni fa emergere un quadro che pone al

* Lo scritto riproduce la relazione dal titolo “*Contratos bancarios e inteligencia artificial*” tenuta il 15 novembre 2024 nell’ambito del II *Congreso Internacional “40 Aniversario Código Civil de 1984”*, organizzato dall’*Universidad Nacional Mayor De San Marcos*, Lima, Perú.

¹ Sul tema dell’intelligenza artificiale, fra i tanti e senza pretesa di esaustività, G. ALPA (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, Pisa, 2020; E. CATERINI, *L’intelligenza artificiale «sostenibile» e il processo di socializzazione del diritto civile*, Napoli, 2020; P. PERLINGIERI, S. GIOVA, I. PRISCO, *Rapporti civilistici e intelligenze artificiali: attività e responsabilità*, in *Atti del 15° Convegno Nazionale Società Italiana degli Studiosi del Diritto Civile*, Napoli, 2020; U. RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l’etica*, Milano, 2020; A. SANTOSUOSSO, *Intelligenza artificiale e diritto. Perché le tecnologie di IA sono una grande opportunità per il diritto*, Milano, 2020; G. TADDEI ELMI, A. CONTALDO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Algoritmi giuridici. Ius condendum o “fantadiritto”?*, Pisa, 2020; A.F. URICCHIO, G. RICCIO, U. RUFFOLO, *Intelligenza artificiale tra etica e diritti*, Bari, 2020; A. D’ALOIA, *Intelligenza artificiale e diritto: come regolare un mondo nuovo*, Milano, 2021; U. RUFFOLO (a cura di), *XXVI lezioni di Diritto dell’Intelligenza Artificiale*, Torino, 2021; G. SCHNEIDER, N. ABRIANI, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021; AA.VV., *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, n. 721, 2022; P. SEVERINO (a cura di), *Intelligenza artificiale. Politica, economia, diritto, tecnologia*, Roma, 2022; G. SARTOR, *L’intelligenza artificiale e il diritto*, Torino, 2022; A. AMIDEI, U. RUFFOLO, *Diritto dell’Intelligenza Artificiale. Responsabilità. Contratto. Regolazione. Veicoli autonomi*, vol. I, Roma, 2024; ID., *Diritto dell’Intelligenza Artificiale. Proprietà industriale e intellettuale. CorpTech. Giustizia predittiva. Transumanesimo. AI generativa. Metaverso*, vol. II, Roma, 2024; G. FINOCCHIARO, *Diritto dell’intelligenza artificiale*, Bologna, 2024; M. GIULIANO, *L’intelligenza artificiale tra autonomia negoziale e principi dell’ordinamento italo-*

centro del discorso il bilanciamento tra tutela degli interessi della persona ed esigenze dello sviluppo del mercato.

Anche la materia dei rapporti bancari e finanziari si presta ad essere inquadrata in questa prospettiva².

L'impulso che spinge le banche verso un utilizzo diffuso dell'IA non è dissimile rispetto a quello che influenza altri settori economici. La prima esigenza è mantenere un adeguato livello di competitività nel mercato³ che si concretizza nell'obiettivo di assecondare la clientela che richiede servizi semplici e veloci, nonché personalizzati. L'IA risponde allo scopo automatizzando e velocizzando l'operatività (riducendo anche i margini di errore), nonché elaborando programmi di fidelizzazione, anche attraverso servizi su misura per specifiche tipologie di clienti, in modo da favorire la *customer retention*. In sintesi, l'opzione di partenza è utilizzare l'IA per personalizzare maggiormente l'approccio al cliente, senza escludere (per quanto possibile) la relazione umana.

Non solo, ma le previsioni per il *business* e le analisi strategiche e gestionali possono basarsi su algoritmi di *machine learning*⁴ volti a costruire modelli previsionali tali da fornire indicazioni tempestive e preziose per la conduzione aziendale.

L'IA per dare i risultati auspicati, certi e precisi, deve basarsi su una mole adeguata di dati affidabili e sotto questo profilo le banche sicuramente mostrano un punto di forza sia con riguardo alla completa e corretta registrazione dei fatti aziendali, sia in relazione al

europo, Napoli, 2024; G. PIGNATARO, *Etica, buona fede e governo dell'intelligenza artificiale generativa*, Napoli, 2024; M. PROTO (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, Pisa, 2024.

² Diffusamente in materia, il volume collettaneo di M. PROTO (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, cit.

³ Cfr. Commissione Europea, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, Bruxelles, 8 marzo 2018, COM(2018) 109 final, consultabile su *ec.europa.eu*.

⁴ In tema di *machine learning* si vedano P. CELLINI, C. RATTI, L. DE BIASE, *La rivoluzione digitale. Economia di internet dallo Sputnik al machine learning*, Roma, 2018; K. JOHNSON, F. PASQUALE, J. CHAPMAN, *Artificial Intelligence, Machine Learning, and Bias in Finance: Toward Responsible Innovation*, in *Fordham Law Review*, 88, 2019, 499 ss.; G. BARONE, *Machine Learning e Intelligenza Artificiale – Metodologie per lo sviluppo di sistemi automatici*, Palermo, 2021; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *questa Rivista*, 2023, 175 ss.

monitoraggio delle tendenze di utilizzo dei servizi da parte dei singoli clienti.

Dall'ultima rilevazione sull'*Information Technology* nel settore bancario, curata da Cipa e ABI (2023)⁵ e dall'indagine del 2024 sul *Fintech* nel sistema finanziario della Banca d'Italia⁶ l'IA figura tra le tecnologie utilizzate nel maggior numero di ambiti (accanto a *Dlt-Blockchain*, *Robotic Process Automation* e *Open Api*). I settori in cui l'IA risulta maggiormente utilizzata sono: *contact center/help desk*; *security-fraud management*; credito; servizi di investimento; gestione della regolamentazione.

È ovvio che ci si trova di fronte ad un fenomeno dirompente.

L'impatto della diffusione dell'IA deve essere ancora valutato e dipenderà – come recentemente sottolineato dalla BCE⁷ – da come saranno affrontate le sfide legate ai dati, allo sviluppo dei modelli e alla loro diffusione, sia a livello di singola istituzione, sia di sistema finanziario nel suo complesso.

Le nuove tecnologie, dunque, offrono opportunità di sviluppo, trasformano rischi noti e creano nuove vulnerabilità.

Emblematico è a questo proposito il ruolo dell'IA, che se da un lato consente di individuare le frodi – per esempio nel settore dei pagamenti – dall'altro grazie alla “*social engineering*” consente di svilupparne di nuove⁸.

Per questi motivi, è opportuno che le autorità, gli operatori di mercato e gli esperti di sicurezza informatica cooperino per sfruttare il potenziale insito nelle soluzioni tecnologiche innovative senza generare rischi per la stabilità del sistema.

La condivisione di *best practices* nel caso del *training* dei modelli di IA, così come la condivisione di informazioni nel caso di incidenti o di

⁵ Consultabile su cipa.it/rilevazioni/tecnologiche/2023/.

⁶ Consultabile su bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2023/.

⁷ Si veda, in particolare, l'intervento alla Conferenza Nazionale di Statistica “*La statistica ufficiale nel tempo dell'Intelligenza Artificiale*” di P. CIPOLLONE (Membro del Comitato esecutivo della BCE), *Intelligenza artificiale: la prospettiva della banca centrale*, Roma, 2024, consultabile su ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp240704_1~e348c05894.it.html.

⁸ In questi termini A. PERRAZZELLI, *Le interconnessioni tra Intelligenza Artificiale, Cloud e Cyber nel settore finanziario*, CETIF summit. Innovation Trends in Finance 2024: Journey to AI, Cloud e Cyber, Milano, 2024, 9, consultabile su bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2024/.

minacce di natura cibernetica, possono contribuire a rafforzare la capacità di risposta collettiva⁹.

I cambiamenti generati dall'utilizzo dell'IA da parte degli operatori possono avere un impatto, talvolta radicale, su vari profili: (a) sulla clientela attraverso una modifica della loro esperienza di acquisto (cd. *customer journey*)¹⁰; (b) sulla produttività degli operatori attraverso una modifica dei processi produttivi e della catena del valore; (c) per le autorità, a séguito della revisione delle tecniche di misurazione e gestione del rischio e delle implicazioni per gli strumenti di vigilanza¹¹.

Le potenzialità offerte permettono di conseguire risparmi di tempi e costi, di adottare decisioni sfruttando tutta l'informazione disponibile e attenuando le asimmetrie informative, di migliorare l'offerta dei servizi per la clientela, accorciando notevolmente i tempi di risposta. Aspetti questi che spingono comprensibilmente gli operatori a muovere in modo massiccio verso l'adozione di questi modelli, ma che vanno integrati da adeguate valutazioni sui profili di rischio.

Gli applicativi basati sulla IA aumentano l'affidamento su risultati ottenuti in via automatizzata, che però non necessariamente risultano adeguati e immediatamente utilizzabili per le finalità perseguite. Si riducono inoltre trasparenza e analiticità del processo decisionale, generando potenzialmente effetti discriminatori o decisioni distorte,

⁹ Cfr. P. CIPOLLONE, *Risposte (e proposte) della Banca d'Italia alle sfide dell'evoluzione tecnologica*, in *questa Rivista*, 3, 2022, 595 ss., ove si evidenzia il contributo della Banca d'Italia nella definizione di *standard* e *best practices* condivisi con il settore privato e ispirati a un approccio di co-regolazione volto a garantire un'innovazione tecnologica robusta, sana e prudente. In un'ottica di supervisione degli strumenti di intelligenza artificiale, la proposta di regolamento sull'IA aveva istituito un Comitato europeo per l'intelligenza artificiale (*European Artificial Intelligence Board*) al fine di coordinare la cooperazione tra le autorità di vigilanza nazionali e la Commissione europea nel campo della regolamentazione dell'IA. Il Comitato è stato chiamato a promuovere l'analisi delle questioni emergenti nel campo della regolamentazione dell'IA, per individuare e promuovere le *best practices* nel campo dell'intelligenza artificiale.

¹⁰ Un fondamentale *driver* del cambiamento è dato dalla domanda di famiglie e imprese che grazie allo sviluppo tecnologico richiedono beni e servizi caratterizzati da un'esperienza di acquisto sicura, a basso costo ed efficiente.

¹¹ Così G. SIANI (Capo del Dipartimento Vigilanza bancaria e finanziaria della Banca d'Italia), *AI-driven bank: Opportunità e sfide strategiche per il sistema finanziario e la vigilanza*, intervento al *Banking Insight 2023*, Milano, 2023, 2, consultabile su [bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2023/](https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2023/).

con possibili conseguenze in termini di rischi legali e reputazionali; gli algoritmi utilizzati si basano su numerose ipotesi che devono essere verificate nel continuo. Meccanismi di auto-apprendimento dei sistemi rischiano di amplificare effetti distorsivi indesiderati e l'adozione di appropriati presidi di controllo diventa un'esigenza ineliminabile se l'orientamento è quello di fare ampio ricorso a sistemi del genere¹².

2. Contrattazione e volontà: la trattativa automatizzata

Un primo profilo nel quale viene in rilievo il tema dell'intelligenza artificiale nei rapporti bancari-finanziari è quello che attiene alla contrattazione automatizzata¹³ che, a voler privilegiare gli aspetti civilistici, attiene ai problemi del consenso e dell'oggetto del contratto.

¹² G. SIANI, *AI-driven bank: Opportunità e sfide strategiche per il sistema finanziario e la vigilanza*, cit., 4.

¹³ Si veda principalmente F. GRECO, *La trattativa automatizzata in ambito bancario, finanziario ed assicurativo*, in M. PROTO (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, cit., 41 ss., il quale concentra l'attenzione sul margine di imprevedibilità dell'agente *software*: se tra due soggetti si realizza uno scambio di informazioni che porta ad una contrattazione conclusa con strumenti di intelligenza artificiale può accadere che il risultato della trattativa prodotto dal meccanismo automatizzato sia diverso da quello che le parti si erano prefigurate in una prima fase. Da qui il domandarsi su chi debba ricadere la responsabilità. Si vedano altresì M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in ID (a cura di), *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 127 ss.; A. NERVI, *La trattativa robotica*, in R. GIORDANO, A. PANZAROLA, A. POLICE, S. PREZIOSI, M. PROTO (a cura di), *Il diritto nell'era digitale. Persona, Mercato, Amministrazione, Giustizia*, Milano, 2022, 283 ss. Deve tuttavia escludersi l'idea di una personificazione degli agenti *software* essendo decisiva la sola imputabilità dell'atto al soggetto che di essi si avvale. Il tema è ormai oggetto di numerose trattazioni tra le quali si segnalano G. FINOCCHIARO, *La conclusione del contratto telematico mediante i «software agents»: un falso problema giuridico?*, in *Contr. Impr.*, 2002, 500 ss.; G. SARTOR, *Gli agenti software: nuovi soggetti del ciberdiritto?*, in *Contr. Impr.*, 2002, 465 ss.; A. AZARA, *La trattativa robotica*, in P. PERLINGIERI, S. GIOVA, I. PRISCO (a cura di), *Rapporti civilistici e intelligenze artificiali*, in *Atti del 15° Convegno Nazionale della Società Italiana degli Studiosi del Diritto Civile*, Napoli, 2020, 367 ss.; G. RINALDI, *Smart contract: meccanizzazione del contratto nel paradigma della blockchain*, in G. ALPA (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, cit., 344 ss.; G. TEUBNER, *Personalità giuridica digitale? Sullo status privatistico degli agenti software autonomi*, in P. PERLINGIERI, S. GIOVA, I. PRISCO (a cura di), *Il trattamento algoritmico dei dati tra etica, diritto ed economia*, in *Atti del 14° Convegno Nazionale della Società Italiana degli Studiosi del Diritto*

Sotto il primo profilo è stata evocata la figura degli scambi senza accordo categoria sistematizzata in un noto scritto di Natalino Irti¹⁴, quantomeno nel senso che, in caso di trattativa automatizzata si registrerebbe un intervento sostitutivo da parte dell'agente *software* sull'*an* della conclusione del contratto, destinato a scalzare la piena e consapevole autodeterminazione del contraente.

Il problema, tuttavia, nel contesto post moderno potrebbe facilmente risolversi trasponendo ai nuovi concetti ormai acquisiti, che consentono di ragionare più che in termini di autodeterminazione, in termini di imputabilità. Anche nel vecchio codice del 1942 le condizioni generali di contratto erano imputabili all'aderente – al di là di un apporto volitivo di costui – sol che queste fossero state rese conoscibili dal predisponente. Si tratta semmai di precisare, in un settore, come quello bancario e finanziario presidiato da regole cogenti e controlli, quali siano i requisiti di conoscibilità dei procedimenti di determinazione delle decisioni dell'agente prevedendo regole ragionevoli ed efficaci nella fase precontrattuale sí da consentire al contraente una adeguata informazione sull'operazione economica intrapresa. Parafrasando quanto in altra occasione affermato dalla Corte italiana di Cassazione, occorrerebbe che l'utente debba essere messo in grado di conoscere l'algoritmo, inteso come «procedimento affidabile per ottenere un certo risultato o risolvere un certo problema», per poter acconsentire al suo utilizzo¹⁵.

Sotto il profilo contenutistico, la conclusione automatica dei contratti può comportare che le condizioni effettive alle quali il contratto risulti concluso potrebbero non essere note al contraente stante la complessità dei meccanismi decisionali imputabili all'agente, tenuto conto anche delle abilità del programma capace talvolta di elaborare sistemi di auto-apprendimento imprevedibili *ex ante*. Il che potrebbe determinare possibili dubbi sulla sussistenza del requisito dell'oggetto del contratto. Il contraente potrebbe non essere in condizione di conoscere in modo compiuto anticipatamente il

Civile, Napoli, 2020, 99 ss.; G. CONTE, *Formazione del contratto e tecnologie digitali*, in *Enc. Dir.*, vol. I, Milano, 2021, 565 ss.

¹⁴ N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1998, 347 ss.

¹⁵ Sono i termini utilizzati da Cass. ord., 10 ottobre 2023, n. 28358, in *Nuova giur. comm.*, 2, 2024, 402 ss., con nota di N. BRUTTI, *Mito del consenso e rating reputazionale*.

contenuto del contratto che andrà a concludere con la conseguente indeterminatezza di esso¹⁶. L'oggetto è tuttavia determinabile, sebbene non sempre prevedibile, sulla base delle decisioni dell'agente che viene ad assumere nella fattispecie un ruolo non dissimile da quello dell'arbitratore; suscettibile di controllo, richiedendo a costui (o meglio all'intermediario che lo utilizzi: non credo molto all'autonoma soggettività dell'agente *software*) di parametrare la sua attività a quella richiesta dal criterio dell'equo apprezzamento (artt. 1349 c.c.), cui andrebbe riconnesso un nuovo ruolo, occorrendo da valutarsi giudizialmente alla stregua di una rigida diligenza professionale in modo tale da evitare il più possibile che vengano sovvertite le aspettative dell'utente nel buon esito delle operazioni. Anche in tal caso trasparenza e correttezza sul funzionamento del meccanismo in fase precontrattuale costituiranno il presupposto dell'operazione.

Passando ai servizi di consulenza, i *Robo-Advisor*¹⁷ si configurano come strumenti informatici che utilizzano algoritmi complessi, intelligenza artificiale e *machine learning*, appunto per fornire servizi di consulenza finanziaria e gestione patrimoniale in modalità completamente automatizzata o assistita. Questi strumenti hanno avuto una rapida diffusione grazie alla loro capacità di democratizzare l'accesso ai servizi di investimento, abbattendo i costi e rendendo più efficienti le operazioni. In generale, il tratto distintivo di questi strumenti risiede nell'impiego dei cosiddetti *automated financial tools* da parte dei professionisti abilitati, che consentono di offrire una

¹⁶ Sul punto cfr. G. FINOCCHIARO, *Il contratto nell'era dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2, 2018, 456; A. GENTILI, *La volontà nel contesto digitale: interessi del mercato e diritti delle persone*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, 2022, 715.

¹⁷ Sul tema si vedano G. LIACE, *Robo advisor e finanza comportamentale*, in F. FIMMANÒ, G. FALCONE (a cura di), *FinTech*, Napoli, 2019, 95 ss.; U. MORERA, *Consulenza finanziaria e robo-advisor: profili cognitivi*, in F. FIMMANÒ, G. FALCONE (a cura di), *FinTech*, cit., 203 ss.; V. BOSCIA, C. SCHENA, V. STEFANELLI (a cura di), *Digital Banking e FinTech*, Roma, 2020; E. CORAPI, *Robo advice*, in G. ALPA (a cura di), *Diritto e intelligenza artificiale*, cit., 549 ss.; A. NUZZO (a cura di), *Fintech, Smart Technologies e governance dei mercati*, Roma, 2022; F. DE SANTIS, *La disintermediazione nel servizio di consulenza mifid (robo advice). Il principio della neutralità tecnologica al banco di prova per una finanza sostenibile*, in *questa Rivista*, 2023, 139 ss.; U. PIATTELLI, *La regolamentazione del Fintech*, Torino, 2023, 365 ss.; M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, 2024, 417 ss.

consulenza sofisticata e personalizzata attraverso piattaforme interamente digitali¹⁸.

Un elemento di grande rilevanza per tale implementazione *hi-tech* in ambito finanziario è rappresentato dalla quarta generazione di *Robo-Advisor* (4.0), che sta guadagnando terreno e promette di rivoluzionare ulteriormente il settore finanziario. Questa generazione si basa proprio sull'utilizzo dell'IA e del *machine learning* per consentire un monitoraggio costante ed un ribilanciamento proattivo dei portafogli, avvalendosi di strategie algoritmiche complesse. Tali strumenti offrono vantaggi indiscutibili: miglioramento delle *performance*, maggiore efficienza operativa ed una gestione del rischio più dinamica. Attraverso l'analisi in tempo reale di un'enorme mole di dati, i *Robo-Advisor* possono adattarsi rapidamente alle fluttuazioni di mercato ed alle preferenze dei clienti, migliorando, così, la qualità e la tempestività delle decisioni di investimento.

Le capacità predittive degli strumenti di IA e *machine learning* rappresentano, infatti, un potente alleato per le istituzioni finanziarie, specie nelle attività di *back-office* (gestione dei portafogli di investimento, della profilatura dei clienti...). Tali tecnologie consentono di processare dati provenienti da fonti molteplici e spesso non tradizionali, come i bilanci societari, le notizie economiche e i contenuti dei *social media*. Questa raccolta di informazioni eterogenee contribuisce ad una segmentazione più accurata della clientela ed a decisioni di investimento più consapevoli, permettendo ai *Robo-Advisor* di generare portafogli *tailor-made*, altamente ottimizzati e personalizzati in base al profilo di rischio di ciascun cliente. Inoltre, la possibilità di integrare l'analisi di dati non strutturati offre un ulteriore vantaggio competitivo, migliorando la capacità di risposta agli eventi di mercato imprevisti.

Non si possono, però, ignorare le problematiche legate a tali tecnologie. L'utilizzo intensivo dell'IA e del *machine learning* introduce nuovi rischi, tra cui una maggiore esposizione ai rischi legali,

¹⁸ C. PICCIAU, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, cit., 444 ss., secondo cui «il ricorso ad *automated financial tools* non può esonerare dal rispetto dei requisiti di professionalità che devono caratterizzare ogni forma di analisi finanziaria, compresa la valutazione del merito creditizio, in particolare quelli di indipendenza, di trasparenza e di predisposizione di assetti organizzativi, amministrativi, di controllo e contabili».

operativi e di mercato¹⁹. Questi rischi derivano dalla complessità intrinseca degli algoritmi, la cui prevedibilità è limitata rispetto agli algoritmi deterministici tradizionali. Le interazioni dei modelli predittivi con il mercato possono risultare difficili da anticipare, generando potenziali vulnerabilità in caso di *shock* di mercato o situazioni di volatilità estrema. Questo aspetto richiama l'attenzione sulla necessità di controlli rigorosi, di una supervisione umana costante e di una gestione dei rischi mirata per prevenire effetti destabilizzanti sull'intero ecosistema finanziario.

In un contesto dominato da algoritmi complessi, può risultare difficile per gli utenti identificare la causa di una potenziale inadeguatezza nella consulenza ricevuta, complicando la possibilità di attivare rimedi soprattutto nel caso di potenziali conflitti di interesse, che possono sorgere quando l'algoritmo privilegia determinate strategie di investimento o prodotti finanziari a discapito dell'imparzialità richiesta dalla regolamentazione.

L'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), sul punto, ha giocato un ruolo chiave nello studio di questi strumenti, avviando dal 2017 un'analisi dettagliata sul loro utilizzo non solo nel settore finanziario, ma anche in quello assicurativo e pensionistico. Gli studi intitolati «*Technology and Innovation in the Insurance Sector*»²⁰ e «*Robo-Advice for Pensions*»²¹ hanno esaminato il rapporto tra i *Robo-Advisor*, l'IA e il contesto regolamentare,

¹⁹ Spunti sul tema si rinvengono in A. ALPINI, *Sull'approccio umano-centrico all'intelligenza artificiale. Riflessioni a margine del "Progetto europeo di orientamenti etici per una IA affidabile"*, in *Comparazione e diritto civile*, 2, 2019, 3 ss.; E. MACCHIAVELLO, *FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Merc. conc. reg.*, 3, 2019, 435 ss.; M. RABITTI, *Intelligenza Artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 2, 3, 2021, 295 ss.; F. SCAFURI, *L'Intelligenza Artificiale in ambito bancario e i rischi del "gioco dell'imitazione"*, ivi, 410 ss.; M. SEPE, *Innovazione digitale, tra rischi di deriva algoritmica e possibili rimedi*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl., 4, 2023, 235 ss.; F. ANNUNZIATA, *Fintech: tra infrastrutture tecnologiche e intelligenza artificiale*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, 100, 2024, 267 ss.; M. PROTO, *Funzioni delle macchine 'intelligenti' e compiti dell'interprete*, in ID. (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, cit., 7 ss.

²⁰ OECD (2017), *Technology and innovation in the insurance sector*, in *OECD Publishing*, Parigi, consultabile su doi.org/10.1787/ddf9df41-en.

²¹ OECD (2017), *Robo-Advice for Pensions*, in *OECD Publishing*, Parigi, consultabile su doi.org/10.1787/8519321f-en.

cercando di bilanciare l'innovazione con la protezione dei clienti e la stabilità del mercato. L'OCSE ha evidenziato che, sebbene le normative esistenti possano in alcuni casi essere applicabili ai *Robo-Advisor*, vi è il rischio di frammentazione normativa e iper-regolamentazione qualora venissero introdotte nuove leggi troppo onerose per le aziende del settore. Tali oneri potrebbero ostacolare lo sviluppo del fenomeno, sia a livello transfrontaliero che nazionale.

A livello europeo, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), nel documento “*Artificial intelligence in EU securities markets*”²², ha espresso preoccupazione nel 2023 circa l'adozione su larga scala dell'IA nei *Robo-Advisor*. Sebbene sia innegabile che l'automazione consenta di contenere i costi e promuovere la scalabilità dei servizi, l'*Authority* ha sollevato dubbi sulla capacità di questi strumenti di mantenere *standard* elevati di conformità normativa e affidabilità operativa. La complessità delle strategie basate sull'IA richiede, infatti, un quadro regolatorio aggiornato e flessibile che sia in grado di affrontare le sfide associate all'adozione di tecnologie avanzate.

L'applicazione dell'IA nei mercati finanziari, se gestita con prudenza e responsabilità, può inaugurare una nuova era di efficienza e personalizzazione dei servizi finanziari. Tuttavia, il cammino verso un uso sicuro e vantaggioso di tali tecnologie deve passare attraverso un attento bilanciamento tra innovazione, controllo umano e regolamentazione appropriata.

3. Merito creditizio e responsabilità della banca per inesattezza nella valutazione

Con riguardo alle operazioni tipicamente bancarie di finanziamento la valutazione del merito creditizio rappresenta certamente uno degli ambiti in cui sono state maggiormente esplorate le potenzialità delle tecniche di intelligenza artificiale²³.

²² Consultabile su esma.europa.eu/sites/default/files/library.

²³ Sul merito creditizio, diffusamente, H. ABDON, J. POINTON, *Credit Scoring, statistical techniques and evaluation criteria: A review of the literature. Intelligent System*, in *Accounting, Finance and Management*, 18, 2011, 59-88, consultabile su doi.org/10.1002/isaf.325; M. GORGONI, *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in *Resp. civ.*

Tale valutazione assume un ruolo centrale per garantire un finanziamento responsabile e la sua valutazione passa attraverso l'elaborazione di informazioni da acquisire nella fase precontrattuale. Per il finanziatore la valutazione non è solo un adempimento di gestione responsabile, ma è necessaria per prevenire quelle crisi sistemiche che, nel corso degli ultimi due decenni, sono state innescate proprio dai crediti deteriorati (*Non Performing Loans*)²⁴.

prev., 2011, 757 ss.; F. SARTORI, *Deviazioni del bancario e dissociazione dei formanti: a proposito del diritto al credito*, in *Giust. civ.*, 2015, 569 ss.; G. BIFERALI, *Il credito ai consumatori*, in G. CASSANO, A. CATRICALÀ, R. CLARIZIA (a cura di), *Concorrenza, mercato e diritto dei consumatori*, Padova, 2018, 1839 ss.; F. MATTASSOGLIO, *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?*, Milano, 2018, 9 ss.; A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria. Il paradigma dell'inerenza nella regolamentazione delle tecnologie emergenti*, Milano, 2020, 136 ss.; R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato e carattere delle parti professionali, quali criteri ordinanti delle negoziazioni bancaria e finanziaria (e assicurativa)*, in *Giust. civ.*, 2020, 322 ss.; M.R. NUCCIO, *Merito creditizio e tutela del consumatore*, Napoli, 2020; T.V. RUSSO, *Valutazione ingannevole del merito creditizio e intervento perequativo del giudice nei contratti di credito immobiliare ai consumatori*, in *Contr. Impr.*, 2020, 1486 ss.; A.A. DOLMETTA, *Merito del credito e procedure di sovraindebitamento*, in *Fall.*, 2021, 1207 ss.; M. SEMERARO, A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *Contratti bancari*, Milano, 2021, 1823 ss.; E. BONACCORSI DI PATTI, F. CALABRESI, B. DE VARTI, F. FEDERICO, M. AFFINITO, M. ANTOLINI, F. LORIZZO, S. MARCHETTI, I. MASIANI, M. MOSCATELLI, F. PRIVITERA, G. RINNA, *Intelligenza artificiale nel credit scoring. Analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, n. 721, 2022, 14 ss.; L. AMMANNATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring "intelligente": esperienze, rischi e nuove regole*, in *questa Rivista*, 2023, 461 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, cit., 175 ss.; F. BARTOLINI, *Tre prospettive per il credit scoring algoritmico*, in M. PROTO (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, cit., 91 ss.; A. BETTONI, *L'integrazione dei parametri ESG nei modelli di credit scoring algoritmico*, ivi, 135 ss.; A. MENDOLA, *L'"intelligente" automazione nei sistemi di credit scoring*, in *Actual. jurídica iberoam.*, 20, 2024, 1128-1165; C.A. VALENZA, *Modelli innovativi di valutazione del merito creditizio: contesto normativo e prospettive di regolamentazione*, in M. PROTO (a cura di), *Intelligenza artificiale e rapporti bancari*, cit., 107 ss.

²⁴ M. COTUGNO, *Gestione e valutazione dei non performing loans*, Milano, 2018, 11 ss.; F. SARTORI, *Sul "diritto della gestione degli attivi problematici (Non Performing Loans)": linee dell'evoluzione normativa*, in *questa Rivista*, 4, 2018, 675 ss.; A. CAFARO, *Crediti deteriorati (NPL): l'evoluzione della regolamentazione è pienamente soddisfacente anche nell'ottica della preservazione del valore per il sistema paese?*, in *questa Rivista*, 2019, 137 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La problematica*

In passato, tale valutazione era gestita con estrema discrezionalità dagli istituti bancari, i quali si basavano più sulla fiducia che su un'analisi scientifica. Oggi la valutazione del merito creditizio si avvia, per effetto delle previsioni che nel sistema sono oggi contenute nella disciplina consumeristica e in quella relativa al sovraindebitamento, ad assumere le fattezze di un vero e proprio obbligo teso non solo ad assicurare il rispetto da parte dell'intermediario dei requisiti di stabilità, ma altresì – configurandosi in tal caso come obbligo di protezione – a proteggere l'integrità della situazione patrimoniale del debitore assicurando la sostenibilità del prestito sì da scongiurare l'esposizione di quest'ultimo ad una situazione di sovraindebitamento. È particolarmente significativo come la recente direttiva europea sul credito al consumo²⁵ stabilisca che la verifica «è effettuata nell'interesse del consumatore»²⁶. Sebbene la detta verifica non

dei crediti deteriorati, in D. ROSSANO (a cura di), *La problematica dei crediti deteriorati. Rischi e opportunità*, Atti del Convegno organizzato nei giorni 17 e 18 ottobre 2019 presso l'Università "Parthenope" di Napoli, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2, suppl. 2, 2019, 2; A. RESTI, *Non-Performing Loans in the European Union. State of the Art and Possible Policy Tools*, in *Banca impr. soc.*, 1, 2019, 49 ss.; A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, cit., 164 ss.; V. CONFORTINI, *Deterioramento del credito e definizione europea di default (profili civilistici)*, in *Eur. dir. priv.*, 3, 2022, 665 ss.; P. MESSINA, *Le crisi bancarie e l'importanza della gestione prodromica dei crediti deteriorati. Alcune novità normative in materia di non-performing loans*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica*, Banca d'Italia, 99, 2024, 389 ss.

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.

²⁶ Si veda l'art. 18 "Obbligo di valutazione del merito creditizio del consumatore", par. 1: «Gli Stati membri dispongono che, prima della conclusione di un contratto di credito, il creditore debba effettuare una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore. Tale valutazione è effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento, e tiene adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito». Il Considerando n. 54 anticipa e chiarisce che «È essenziale che la capacità e la propensione del consumatore a rimborsare il credito sia valutata e accertata prima della stipula di un contratto di credito. Tale valutazione del merito creditizio dovrebbe essere proporzionata e avvenire nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento, e dovrebbe tener conto di tutti i fattori necessari e pertinenti che potrebbero influenzare la capacità del consumatore di rimborsare il credito».

implichi un obbligo a concedere credito, nella struttura della nuova direttiva si ritiene possa almeno configurarsi un obbligo di astensione dell'intermediario laddove i risultati di essa portino a considerare non verosimile la restituzione del capitale.

Al metodo statistico tradizionale di valutazione può oggi sostituirsi con l'aiuto dell'intelligenza artificiale un diverso metodo, fondato sull'impiego di algoritmi, capaci di selezionare in modo automatico le variabili rilevanti e di individuare tra tali variabili, spesso di difficile interpretazione, relazioni anche non lineari.

Si parla dunque di *credit scoring*²⁷ con riferimento alla procedura automatizzata eseguita al momento dell'istruttoria per valutare le richieste di finanziamento della clientela, con l'applicazione di metodi o modelli statistici per valutare il rischio creditizio e i cui risultati, espressi in forma di giudizi sintetici (indicatori numerici o punteggi), offrono una rappresentazione sintetica del profilo di rischio, e quindi della affidabilità, del soggetto scrutinato. Questa procedura può essere anche integralmente delegata all'intelligenza artificiale. Per comprendere in che misura possa effettivamente parlarsi di delega della valutazione del merito creditizio all'algoritmo occorre identificarne la scansione in fasi: una prima, che ha funzione "diagnostica", è relativa al pregresso "comportamento patrimoniale"; una seconda, "prognostica", riguarda la capacità del finanziato di restituire il denaro prestatogli²⁸.

4. *Intelligenza artificiale, privacy e tutela della persona*

Ai benefici derivanti dall'impiego delle tecnologie di *credit scoring* si accompagnano evidenti rischi. Ove non adeguatamente controllati, i dati, utilizzati per formare – potremmo dire "addestrare" – gli algoritmi che sfruttano l'intelligenza artificiale, possono condurre a indebite discriminazioni²⁹.

Vi è, poi, un rischio di opacità, intesa come mancanza di trasparenza – con riguardo alla logica sottesa al funzionamento dell'algoritmo – per

²⁷ F. BARTOLINI, *Tre prospettive per il credit scoring algoritmico*, cit., 91 ss.

²⁸ F. BARTOLINI, *op. loc. ult. cit.*

²⁹ Per un approfondimento sulle distorsioni discriminatorie dell'intelligenza artificiale, cfr. E. FALLETTI, C. NARDOCCI, *Intelligenza artificiale e discriminazioni*, in *Gruppo di Pisa*, 3, 2021, 9 ss.

i soggetti cui i dati si riferiscono: si parla, in proposito, di *black box*³⁰. Il profilo della opacità, relativa agli algoritmi che sfruttano l'intelligenza artificiale, merita particolare attenzione, perché il principio, cui è ispirato il nostro ordinamento eurounitario, è invece quello – completamente opposto – della trasparenza del trattamento relativo ai dati personali.

I sistemi basati sull'intelligenza artificiale per il *credit scoring* delle persone fisiche rientrano tra quelli considerati “ad alto rischio” dal l'*IA Act* (il Regolamento UE sull'intelligenza artificiale del 13 giugno 2024)³¹ considerata l'incidenza sui diritti fondamentali della persona che al fine di prevenire o ridurre al minimo i pericoli legati all'utilizzo dell'intelligenza artificiale, prevede che i sistemi ad alto rischio siano progettati e sviluppati in modo tale da poter essere efficacemente supervisionati, durante il periodo in cui sono in uso, da persone fisiche, le quali oltre ad essere in grado di comprendere appieno le capacità e i limiti del sistema, devono monitorarne il funzionamento ed eventualmente intervenire sullo stesso, interpretarne correttamente gli

³⁰ L'intelligenza artificiale è stata equiparata ad una scatola (*box*), in cui vengono inseriti i dati necessari ad ottenere un determinato risultato. Il processo che dai dati – *input* – conduce al risultato – *output* – è operato da un algoritmo (o un insieme di algoritmi). A seconda del grado di trasparenza dell'algoritmo, la scatola può essere ritenuta “bianca” (o completamente trasparente), ove il modello operativo sia completamente o parzialmente determinato dallo stesso operatore al momento della sua creazione ed impieghi un numero limitato di dati; “grigia”, quando il risultato, pur non essendo completamente predeterminato, possa essere facilmente predetto e compreso al termine del processo; o “nera”, nei casi in cui i risultati siano molto difficili o addirittura impossibili da comprendere per qualsiasi persona fisica. L'espressione *black box* è impiegata da F. PASQUALE, *The Black Box Society*, Cambridge MA, 2015. Per una panoramica sui problemi sollevati dall'opacità dei sistemi di intelligenza artificiale, Y. BATHAEE, *The Artificial Intelligence Black Box and the Failure of Intent And Causation*, in *Harvard Journal of Law & Technology*, 31, 2018, 889 ss.

³¹ Regolamento (UE) 2024/1689 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2024 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale e modifica i regolamenti (CE) n. 300/2008, (UE) n. 167/2013, (UE) n. 168/2013, (UE) 2018/858, (UE) 2018/1139 e (UE) 2019/2144 e le direttive 2014/90/UE, (UE) 2016/797 e (UE) 2020/1828 (regolamento sull'intelligenza artificiale).

output e, se necessario, decidere di «ignorare, annullare o ribaltare» le indicazioni fornite dal *software*³².

Il Regolamento muove nella giusta direzione, ammettendo – per quel che qui interessa – la possibilità di ricorrere a sistemi di intelligenza artificiale per la valutazione del merito creditizio ma nel rispetto di significativi requisiti obbligatori e previa valutazione *ex ante* della conformità, così da ridurre al minimo il rischio di decisioni errate o distorte, in una prospettiva dichiaratamente antropocentrica improntata alla tutela dei diritti fondamentali.

Il fenomeno può essere osservato, come è stato rilevato³³, da tre diverse prospettive: quella dell'impresa finanziatrice, quella del potenziale soggetto finanziato e infine quella complessiva del sistema.

Nella prima prospettiva la sostituzione del meccanismo automatico all'uomo, sebbene da un lato possa contribuire alla realizzazione di una prudente gestione di impresa grazie alla riduzione del rischio di errore, dall'altro porta con sé il rischio di creare etichette discriminatorie che rendono meno accurata la procedura. Nella prospettiva del potenziale soggetto finanziato al beneficio di consentire l'accesso al credito ad una platea più ampia di soggetti si contrappongono i rischi in termini di riservatezza e di autodeterminazione che sorgono dalle pratiche invasive di profilazione degli utenti. Sotto il profilo sistematico infine sorge l'esigenza di attuare una politica che consenta di mettere la tecnologia a servizio dell'uomo senza sopraffarlo: una soluzione pratica in quest'ottica potrebbe essere l'instaurazione di un meccanismo con il quale l'utente possa disinnescare l'operatività dell'algoritmo ogni qualvolta la valutazione da quest'ultimo effettuata gli appaia ingiusta, consentendo in tal modo di riconnettersi con l'agente umano e tutelare il suo fondamentale interesse all'accesso al credito.

In questa direzione in sede di vigilanza europea sul credito l'*European Banking Authority* ha provveduto con un *Report* del 2020 ad individuare una serie di principi che dovrebbero in ogni caso trovare applicazione al fine di garantire in termini di affidabilità le soluzioni

³² Art. 14 “Sorveglianza umana”, par. 4, lett. d): «*decidere, in qualsiasi situazione particolare, di non usare il sistema di IA ad alto rischio o altrimenti di ignorare, annullare o ribaltare l'output del sistema di IA ad alto rischio*».

³³ F. BARTOLINI, *Tre prospettive per il credit scoring algoritmico*, cit., 95 ss.

basate sull'IA e sul *machine learning*³⁴, e cioè: a) l'etica, prevedendosi che i principi etici possono essere incorporati nell'algoritmo fin dal momento della progettazione; b) la spiegabilità e interpretabilità degli algoritmi, garantendo che la logica utilizzata per la decisione possa essere compresa dall'uomo al fine di evitare fenomeni di *black box*; c) l'equità, che presuppone l'assenza di pregiudizi (*bias*) e il divieto assoluto di discriminazione; d) la tracciabilità e la verificabilità dei criteri e delle scelte adottate durante tutte le fasi del processo di analisi dei dati; e) la protezione, la qualità e la sicurezza dei dati.

Con riferimento alla qualità del dato, si trova la specificazione nell'allegato, che il detto requisito può dirsi soddisfatto quando il dato rispetti criteri di accuratezza, integrità, attualità, coerenza e completezza.

La verifica di solvibilità basata sul trattamento automatico dei dati prevede una tutela che trova il suo fondamento nel regolamento sul trattamento dei dati personali (GDPR) il cui art. 22 stabilisce che l'interessato non può essere sottoposto ad una decisione basata "unicamente" su un trattamento automatizzato³⁵ qualora tale decisione lo riguardi giuridicamente o comunque in modo significativo. Il divieto può però essere rimosso o con il consenso esplicito dell'interessato o quando la decisione sia necessaria per la conclusione del contratto tra l'interessato e il titolare del trattamento. In tal caso, tuttavia, il titolare del trattamento attua misure appropriate per tutelare i diritti, le libertà e

³⁴ EBA Report on Big Data and Advanced Analytics, 2020, 5-6, consultabile su eba.europa.eu/sites/default/files/document_library.

³⁵ Sul punto, di pregio l'opera di A. CARLEO (a cura di), *Decisione robotica*, Bologna, 2019; in particolare si vedano i contributi di A. CARCATERA, *Machinae autonome e decisione robotica*, in A. CARLEO (a cura di), *Decisione robotica*, cit., 33-61; M.R. COVELLI, *Dall'informatizzazione della giustizia alla "decisione robotica"?* *Il giudice del merito*, ivi, 125-138; A. DI PORTO, *Avvocato-robot nel "nostro stare-decisus". Verso una consulenza legale "difensiva"*, ivi, 239-250; N. IRTI, *Il tessitore di Goethe (per la decisione robotica)*, ivi, 17-22; M. LUCIANI, *La decisione giudiziaria robotica*, ivi, 63-96; G. MAMMONE, *Considerazioni introduttive sulla decisione robotica*, ivi, 23-30; M. MAUGERI, *I robot e la possibile "prognosi" delle decisioni giudiziali*, ivi, 159-164; E. VINCENTI, *Il "problema" del giudice-robot*, ivi, 111-124. Si vedano altresì E. PELLECCCHIA, *Profilazione e decisioni automatizzate al tempo della black box society: qualità dei dati e leggibilità dell'algoritmo nella cornice della responsible research and innovation*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 5, 2018, 1210 ss.; G. GITTI, *Dall'autonomia regolamentare e autoritativa alla automazione della decisione robotica*, in *Tecnologie e diritto*, 1, 2020, 113-127.

i legittimi interessi dell'interessato, ed è previsto almeno il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione.

La nuova direttiva sul credito al consumo all'art. 18, par. 9, stabilisce che il creditore debba informare il cliente qualora la verifica comporti il «ricorso al trattamento automatizzato», e debba comunicare al consumatore, ai sensi del par. 8, la possibilità di chiedere ed ottenere «l'intervento umano», consistente nel diritto di chiedere e di ottenere una spiegazione che sia «chiara e comprensibile» dello specifico meccanismo utilizzato per trattare i dati personali, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato degli stessi dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione e, ancora, della possibilità di chiedere il riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte del creditore³⁶. A differenza di quanto stabilito dal GDPR, la nuova direttiva sul credito al consumo prevede diritti caratterizzati dalla sicura azionabilità fornendo quindi all'utente una tutela più pregnante.

Non è escluso che alla valutazione del merito creditizio con sistemi automatizzati si pervenga attraverso l'uso massiccio di dati alternativi a quelli reperibili sulle banche dati tradizionali come quelli ritraibili dalle attività svolte dal soggetto richiedente credito sui *social media*³⁷.

³⁶ Si riportano per esteso i parr. 8 e 9 dell'art. 18 della Direttiva (UE) 2023/2025, cit.: «8. Qualora la valutazione del merito creditizio comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali, gli Stati membri assicurano che il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano, che consiste nel diritto: a) di chiedere ed ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato dei dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione; b) di esprimere la propria opinione al creditore; e c) di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte del creditore. Gli Stati membri assicurano che il consumatore sia informato del diritto di cui al primo comma. 9. Gli Stati membri assicurano che, quando la richiesta di credito è respinta, il creditore informi il consumatore senza indugio del rifiuto e, se del caso, indirizzi il consumatore a servizi di consulenza sul debito facilmente accessibili. Se del caso, il creditore è tenuto a informare il consumatore del fatto che la valutazione del merito creditizio è basata sul trattamento automatizzato di dati come anche del diritto del consumatore a una valutazione umana e della procedura per contestare la decisione».

³⁷ L'art. 18, par. 3 della Direttiva (UE) 2023/2025, cit., prevede testualmente che «i *social network* non sono considerati una fonte esterna ai fini della presente

Pratica questa che, se ha il vantaggio di consentire una profilazione più accurata e probabilmente l'inclusione finanziaria di soggetti non profilabili con strumenti tradizionali, corre il rischio di essere lesiva dei diritti della persona in quanto idonea a determinare possibili effetti discriminatori. Una tale pratica dovrebbe essere ammessa ai sensi dell'art. 5 GDPR solo in presenza di un esplicito consenso al momento del trattamento, posizione ribadita dalla nuova direttiva del codice al consumo che per la verità nei suoi considerando sembra scoraggiare l'adozione di tale pratica per la valutazione del merito creditizio³⁸.

5. Conclusioni

Lo scorso 14 giugno, nell'ambito della sessione del G7 sull'intelligenza artificiale, Papa Francesco, dinanzi ai grandi del pianeta, ribadiva la necessità di mettere l'uomo al centro delle decisioni in un mondo governato da algoritmi.

Fin dalle prime battute, il Santo Padre sottolinea che «l'avvento dell'intelligenza artificiale rappresent[a] una vera e propria rivoluzione cognitivo-industriale, che contribuirà alla creazione di un nuovo sistema sociale caratterizzato da complesse trasformazioni epocali. Ad esempio, l'intelligenza artificiale potrebbe permettere una democratizzazione dell'accesso al sapere, il progresso esponenziale della ricerca scientifica, la possibilità di delegare alle macchine i lavori usuranti; ma, al tempo stesso, essa potrebbe portare con sé una più grande ingiustizia fra nazioni avanzate e nazioni in via di sviluppo, fra ceti sociali dominanti e ceti sociali oppressi, mettendo così in pericolo la possibilità di una “cultura dell'incontro” a vantaggio di una “cultura dello scarto”».

Papa Francesco ricorda che «l'intelligenza artificiale è innanzitutto uno strumento. E viene spontaneo affermare che i benefici o i danni che essa porterà dipenderanno dal suo impiego».

direttiva», senza porre un esplicito divieto al loro utilizzo ai fini della verifica. A tal proposito, va evidenziato che recenti studi della Banca d'Italia sul tema hanno chiarito che i modelli di Intelligenza Artificiale, così come allo stato già taluni sistemi algoritmici “semplici”, fanno uso massiccio di dati alternativi rispetto a quelli tradizionali al fine di effettuare il *credit scoring machine learning*.

³⁸ Si vedano i considerando n. 55 e n. 57 della Direttiva (UE) 2023/2025, cit.

Il discorso si chiude con l'invito a rimettere al centro la dignità della persona, affinché questi strumenti siano utilizzati «per la costruzione del bene e per un domani migliore»³⁹.

Si tratta delle sfide a cui ci pone di fronte l'intelligenza artificiale e che ai giuristi spetta affrontare nella consapevolezza dei valori preminenti del sistema.

³⁹ Il testo dell'intervento di Papa Francesco al G7 presso Borgo Egnazia, Fasano (BR), nella sessione sull'intelligenza artificiale è consultabile su [vatican.va/content/francesco/it/speeches/2024/june/documents/20240614-g7-intelligenza-artificiale.html](https://www.vatican.va/content/francesco/it/speeches/2024/june/documents/20240614-g7-intelligenza-artificiale.html).

Regulating Digital Insurance Platforms in the EU: Legal Frameworks and Future Directions

SUMMARY: 1. Introduction – 2. Navigating the EU Regulatory Landscape for Digital and Insurance Platforms. – 2.1. Pioneering EU Regulations for Digital Platforms. – 2.2. Key Legislative Milestones in the EU Digital Strategy. – 2.3. Integrating Insurance into the EU Digital Regulatory Framework. – 2.4. EU Insurance-Specific Legislation: Legal Frameworks for Digital Platforms. – 2.5. Equivalence vs. Conformity: Navigating European Interests. – 2.6. Balancing Cross-Cutting and Sector-Specific Rules in Digital Insurance. – 3. The Legal Status of Digital Insurance Platforms: Distribution and Regulatory Boundaries. – 3.1. Ownership and Liability of Insurance Platforms. – 3.2. Group Policyholders and Their Regulatory Status. – 3.3. Exempted Ancillary Insurance Intermediaries in Digital Insurance Platforms. – 3.4. Regulatory Role of Insurance Referral Agents or Tipsters. – 3.5. Peer-to-Peer “Pure” Model in Insurance: Regulatory Boundaries and Implications. – 4. Compliance Challenges in Digital Insurance Platforms: Business Conduct Rules. – 4.1. Distribution by Exempted Ancillary Intermediaries. – 4.2. Regulating Sales with (Robo)Advice in Digital Platforms. – 4.3. The Role of Comparison Websites, Fin-Influencers and Virtual Influencers. – 5. Conclusions.

1. Introduction

The digital transformation of the European insurance sector has progressed unevenly across various markets, reflecting differing levels of adoption and innovation. Although digital distribution channels play a secondary role in the insurance distribution mix, particularly for life insurance products, their significance increases as customers rely on online tools to gather information and make comparisons¹. This shift underscores the transformative potential of digitalisation for customer engagement and future business opportunities, especially as young, educated, and high-income customers prefer purchasing insurance through digital channels².

¹ EIOPA, *Report on the Digitalisation of the European Insurance Sector*, 2024, 11 f. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/6ca9e171-42b9-44d7-a2e6-beaf0134ecb8_en?filename=Report%20on%20the%20digitalisation%20of%20the%20European%20insurance%20sector.pdf (accessed on 23 February 2025).

² EIOPA, *Report on the Digitalisation of the European Insurance Sector*, cit., 13.

The academic literature identifies three key areas of transformation in the insurance sector driven by digitalisation: (i) customer interaction, facilitated by social media, chatbots, and robo-advisors; (ii) process automation, which enhances efficiency in sales and claims settlement; and (iii) product innovation, enabling the development of offerings such as telematics and cyber insurance³. Furthermore, research highlights that while the rise of the platform economy – an extension of broader digitalisation – will not eliminate the need for insurance intermediation, it will fundamentally reshape how those needs are addressed in the future⁴.

The adoption of artificial intelligence (AI) and other digital tools within the insurance sector is accelerating rapidly⁵. Insurers anticipate significant growth in the use of chatbots, mobile applications, and online forms, with Generative AI expected to play a crucial role in customer service⁶. AI is increasingly integrated into digital platforms, fostering a symbiotic relationship in which these platforms create an environment for AI to function effectively. Meanwhile, AI enhances these platforms' capabilities, efficiency, and overall value⁷. This interplay emphasises the role of digital platforms as dynamic infrastructures facilitating interactions and transactions within customer relationships and across the insurance value chain⁸.

³ M. ELING and M. LEHMANN, *The Impact of Digitalization on the Insurance Value Chain and the Insurability of Risks*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, 2018, 366-370.

⁴ L. STRICKER, J. WAGNER and A. ZEIER ROSCHMANN, *The Future of Insurance Intermediation in the Age of the Digital Platform Economy*, in *Journal of Risk and Financial Management*, vol. 16, no. 381, 2023, 19, <https://doi.org/10.3390/jrfm16090381>.

⁵ M. ELING, D. NUESSELE and J. STAUBLI, *The impact of artificial intelligence along the insurance value chain and on the insurability of risks*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, 2021, <https://doi.org/10.1057/s41288-020-00201-7>.

⁶ EIOPA, *Report on the Digitalisation of the European Insurance Sector*, cit., 16.

⁷ R. ALT, *Electronic Markets on digital platforms and AI*, in *Electronic Markets*, vol. 31, 2021, 233-241, 233-237. Available online: <https://doi.org/10.1007/s12525-021-00489-w>.

⁸ B. NICOLETTI, *Insurance 4.0*, *Palgrave Studies in Financial Services Technology*, 2021, 225-230, https://doi.org/10.1007/978-3-030-58426-9_8; A. BRAUN and R. JIA, *InsurTech: Digital technologies in insurance*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance - Issues and Practice*, 2025,

To fully understand the regulatory landscape for digital insurance platforms, viewing them within the broader context of digital platforms is essential. The EU has adopted a horizontal, cross-sector strategy to regulate digital transformation, encompassing digital platforms. EIOPA has expressed concerns regarding the challenges posed by this dual-layered framework, which generates regulatory complexity, especially concerning the AI Act. In its communication with EU co-legislators, EIOPA emphasised that the AI Act should complement, rather than replace, sector-specific insurance legislation, ensuring alignment with the industry's unique needs⁹.

EIOPA's concerns are similarly reflected in the Draghi report on EU competitiveness, submitted in September 2024, when considered from a broader perspective. Although it does not explicitly focus on insurance, the report critiques the EU's cautious regulatory approach, noting the existence of over 100 digital regulations and 270 regulatory authorities, which may impede technological development¹⁰. It emphasises the need for a balanced regulatory framework to promote innovation in digital platforms, warning against the potential inhibiting effects of applying the General Data Protection Regulation (GDPR) to AI¹¹. Furthermore, the report highlights the necessity of investing in advanced technologies, such as AI, to enhance competitiveness and capitalise on future innovations¹².

The relationship between the newly established regulatory framework for digital platforms and existing sector-specific regulations remains insufficiently explored in academic literature. The introduction of this general framework, marked by ambition and complexity, has primarily occupied scholarly discourse, often at the expense of examining its intersections with pre-existing sectoral rules. However,

<https://doi.org/10.1057/s41288-024-00344-x>.

⁹ EIOPA, *EIOPA's letter to co-legislators on the Artificial Intelligence Act*, 2022. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-07/letter_to_co-legislators_on_the_ai_act.pdf (accessed on 17 February 2025).

¹⁰ *Draghi Report on EU Competitiveness*, 2024, Part. A, 30. Available online: https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en (accessed on 17 February 2025).

¹¹ *Draghi Report on EU Competitiveness*, cit., Part B, 79.

¹² *Draghi Report on EU Competitiveness*, cit., Part B, 249.

this dual-layered regulatory approach has already raised significant concerns.

This study investigates the interplay between the platform regulatory framework and sector-specific insurance rules, highlighting how the insurance sector – a key industry in the EU – relies increasingly on digital platforms while navigating complex regulatory requirements. Accordingly, Section 2 reviews both general and insurance-specific regulatory sources that shape digital insurance platforms. Section 3 examines the legal status of these platforms in distributing insurance products, focusing mainly on cases where they benefit from exemptions under sectoral regulations. Section 4 analyses the applications of business conduct rules derived from digital platform regulations and insurance-specific standards. It focuses on robo-advice, comparison websites, and influencers, assessing how the dual regulatory framework tackles emerging challenges in digital insurance distribution. Finally, Section 5 presents the study's conclusions.

2. Navigating the EU Regulatory Landscape for Digital and Insurance Platforms

The first objective of this study is to examine the EU regulatory framework for digital transformation and its impact on digital platforms, particularly in the insurance sector. Given that digital insurance platforms operate at the intersection of these frameworks, a comprehensive overview of the most significant regulatory acts is essential. This requires identifying relevant EU laws shaped by general digital platform regulations and sector-specific insurance standards.

The following analysis has a limitation that must be highlighted at the outset. Indeed, the breadth of this regulatory framework prevents a detailed exploration from being included in this essay. While acknowledging the significance of regulations such as anti-money laundering and ESG, the essay does not delve into these provisions and provides only a brief overview of cybersecurity.

2.1 Pioneering EU Regulations for Digital Platforms

The European Union has introduced initial regulations that, while aimed at achieving specific protective objectives, also impact digital

platforms. Key initiatives such as the 2010 Digital Agenda for Europe and the 2015 Digital Single Market Strategy have shaped many of these regulatory developments. However, one of these regulations was introduced independently of these initiatives. Notably, they include:

- The Directive 2000/31/EC of the European Parliament and of the Council, dated 8 June 2000 (commonly known as the e-Commerce Directive), is one of the earliest pieces of legislation. It establishes a legal framework for online services within the Internal Market. It addresses key issues such as transparency and information requirements for service providers, commercial communications, electronic contracts, and liability limitations for intermediary service providers.

- The Regulation (EU) 2016/679 on General Data Protection (GDPR), effective 25 May 2018, governs data protection and privacy for individuals within the EU and the European Economic Area (EEA). It also addresses transferring personal data outside these regions. The GDPR grants individuals greater control over personal information while imposing stringent requirements on organisations managing such data. For insurance platforms handling sensitive personal and health data, the GDPR mandates robust data protection measures, explicit user consent mechanisms, and strict protocols for cross-border data transfers.

- Regulation (EU) 2019/1150, commonly called the Platform to Business Regulation (P2B), was adopted on 20 June 2019. It fosters a fair, transparent, and predictable business environment for smaller businesses and traders utilising online platforms. The regulation requires platforms and search engines to provide clear information regarding terms and conditions, ranking criteria, and any preferential treatment of their products or services. This regulation is pertinent for insurance platforms, as insurance products fall under the definition of ancillary goods and services (see Recital 29), which can be offered to customers before the completion of a transaction initiated through the online intermediation services, in addition to and complementary to the primary good or service provided by the business user via these services (Article 2, n.10).

2.2. Key Legislative Milestones in the EU Digital Strategy

On 19 February 2020, the European Commission issued the Communication on Shaping Europe's Digital Future, which sets out a comprehensive framework for driving the EU's digital transformation. This framework is aligned with the broader Digital Compass, which outlines the Commission's vision for Europe's digital future by 2030.

One of the central objectives is to create a robust regulatory framework that ensures digital platforms operate fairly and transparently. The EU also aims to support the development of digital platforms that can drive innovation, particularly in emerging technologies such as AI, blockchain, and cloud computing. These platforms are designed to facilitate more efficient interactions between businesses, customers, and public authorities. Furthermore, the EU's digital strategy emphasises the importance of ensuring digital platforms are safe, secure, and interoperable across borders, contributing to a more integrated and resilient digital economy.

Several key legislative instruments arising from this strategy are influencing the operational landscape for digital platforms:

- The Data Governance Act (DGA), in effect since September 2023, establishes a framework for common European data spaces and promotes data sharing across various sectors, including finance, health, and the environment. By fostering trust in data intermediaries and enhancing data-sharing mechanisms, the DGA is essential for insurance platforms that utilise data for AI-driven risk assessment and underwriting models.
- The Data Act, which is set to take effect in September 2025, establishes rules governing access to and use of data generated within the EU. It aims to ensure fairness in the digital economy, stimulate competitive data markets, foster innovation, and enhance data accessibility. The Act will significantly impact insurance platforms, particularly those utilising IoT-generated data, such as telematics in car insurance.
- The Digital Services Act (DSA), effective 17 February 2024, introduces comprehensive regulations for online intermediaries and platforms, including marketplaces and content-sharing services. Under the DSA, insurance platforms acting as intermediaries, such as

comparison websites or marketplaces, must comply with transparency requirements, prevent illegal activities, and adhere to user safety standards.

- The Digital Markets Act (DMA) (Regulation (EU) 2022/1925), which is fully applicable from 7 March 2024, targets large digital platforms classified as “gatekeepers”. The DMA seeks to foster fair competition by limiting the dominant platforms’ abuse of market power. Insurance platforms that meet the criteria for the “gatekeeper” designation must carefully evaluate their practices to ensure compliance with this regulation.

2.3. Integrating Insurance into the EU Digital Regulatory Framework

The insurance sector is influenced by a range of EU regulations, some of which directly address its unique operational needs:

- The EU Regulation on Packaged Retail and Insurance-Based Investment Products (PRIIPs) requires platforms offering insurance-based investment products to provide customers with clear, standardised Key Information Documents (KIDs). These documents aim to ensure transparency and support informed decision-making, avoiding inaccurate and misleading disclosure that can lead to investor losses (Article 11(2)).

- The Artificial Intelligence Act (Regulation EU 2024/1689) introduces risk-based regulations for AI systems, concentrating on high-risk applications such as customer profiling for life and health insurance underwriting and pricing. A supporting directive, proposed on 28 September 2022, modifies non-contractual civil liability rules concerning AI, while Directive (EU) 2024/2853, related to defective products, broadens liability coverage. It categorises software as a product and acknowledges data destruction or corruption as damage, aligning with the AI Act to ensure that platforms are accountable for AI systems in the insurance sector.

- The Digital Operational Resilience Act (DORA), which comes into effect on 17 January 2025, aims to strengthen the digital resilience of financial entities, including insurers and large insurance intermediaries (Article 2(1)(o) and (3)(e)). It requires robust ICT risk management, regular testing, incident reporting, and compliance with EU regulatory oversight. Additionally, third-party providers managing

outsourced operations will face increased scrutiny, enhancing cybersecurity and ensuring service continuity.

- Directive (EU) 2023/2673, scheduled to take effect on 19 June 2026, revises customer protection rules for digital platforms providing financial services, including insurance. It also complements the broader framework set forth by Directive 2005/29/EC of 11 May 2005, which regulates unfair commercial practices before, during, and after a business-to-customer transaction, regardless of the industry. Moreover, Directive (EU) 2023/2673 repeals Directive 2002/65/EC, which previously governed the distance marketing of customer financial services, incorporating its provisions into a comprehensive framework. Directive (EU) 2023/2673 requires clear pre-contractual information and simple cancellation processes while prohibiting manipulative “dark patterns”. Customers can now withdraw from distance financial services contracts, enhancing fairness and transparency.

- The Directive 2005/29/EC on unfair commercial practices significantly influences digital insurance platforms by prohibiting misleading or aggressive sales tactics. These platforms must provide customers with clear, accurate, and comprehensive terms, conditions, and pricing information while avoiding practices that could deceive or pressure customers into making decisions they might not otherwise make. This includes ensuring transparency regarding cancellation rights and preventing marketing and advertising from misleading or misrepresenting the insurance product.

- The Payment Services Directive 2 (PSD2) governs platforms that manage insurance premium payments, mandating secure customer authentication (SCA) and payment transparency. Proposed updates from 28 June 2023 include revisions to PSD2 and the Financial Data Access (FIDA) framework, which expands financial data accessibility beyond payment accounts, thus facilitating data-driven business models within the financial sector.

2.4. EU Insurance-Specific Legislation: Legal Frameworks for Digital Platforms

In addition to broader EU regulations, Directive 2016/97 on insurance distribution (IDD) and Directive 2009/138/EC on the taking up and pursuit of the business of insurance and reinsurance (Solvency

II) are the pillars of EU insurance regulation. They aim to ensure compliance with industry standards, customer protection principles, and prudential requirements.

The IDD, which pertains to digital platforms distributing insurance products, is noteworthy for its focus on customer needs. It requires that insurance products be designed and distributed in line with the interests and needs of their target market, with an ongoing obligation to assess their suitability. Furthermore, insurance distributors must always act in accordance with the best interest of their customers, including when adopting cross-selling practices.

Solvency II sets insurance companies' governance, capital, and reporting requirements. Digital platforms owned or managed by insurers must adhere to these regulatory standards, which limit insurers' platform activities to those directly associated with the insurance cycle.

Indeed, both directives impose stringent licensing requirements on insurance-related activities and distribution. Solvency II requires that insurance undertakings confine their operations to insurance business and related activities, explicitly prohibiting engagement in other commercial ventures (Article 18(1)(a)). Similarly, while the IDD allows exemptions for ancillary insurance intermediaries, unlicensed individuals are strictly barred from distributing insurance (Articles 1, 3, 16, and 33). The IDD also enforces cross-border licensing rules, prohibiting distributors authorised in one Member State from operating in another without the relevant licence (Articles 4 and 6). Likewise, Solvency II restricts insurers from underwriting risks in a Member State where they are not authorised to conduct business (Articles 15, 145, and 147).

2.5. Equivalence vs. Conformity: Navigating European Interests

The legislative landscape governing digital platforms in the EU reveals a fundamental divergence from the approach taken in insurance regulation. While EU laws on digital transformation emphasise strict adherence to European standards, insurance regulation – particularly under Solvency II – incorporates the concept of equivalence, allowing the EU to assess whether third-country regulatory frameworks align with its own, primarily in prudential regulation and supervision. When granted, equivalence benefits both EU and non-EU (re)insurers,

depending on the specific recognition area (Articles 172, 227, and 260 of Solvency II).

By contrast, the DSA and AI Act prioritise conformity, requiring third-country providers to comply with EU standards without an equivalence assessment. The DSA mandates that non-EU platforms offering services within the EU adhere to EU regulations, ensuring consumer protection and market integrity. Similarly, the AI Act imposes specific obligations on non-EU AI providers, requiring them to appoint an EU-based legal representative and guarantee compliance with European standards. Unlike Solvency II, these regulations do not recognise foreign frameworks as equivalent but demand direct conformity.

The distinction between equivalence and conformity highlights two contrasting regulatory philosophies. Equivalence represents a proactive stance by the EU, promoting international engagement and regulatory alignment. The European Commission has emphasised that this approach enhances the global competitiveness of the EU financial market (Communication COM (2019) 349 final), aligning perfectly with the broader EU perspective¹³.

Notably, the EU has adopted an equivalence-based approach in the insurance sector, which is crucial in facilitating the global operations of European (re)insurers by recognising compatible regulatory frameworks from third countries¹⁴.

In contrast, conformity represents a defensive regulatory posture, prioritising the protection of European businesses and consumers from external technological dominance. This approach is particularly relevant in the context of global tech giants outside the EU, where conformity mechanisms aim to safeguard European markets from the potential risks associated with external regulatory influence.

The absence of leading technological firms in Europe might have discouraged EU lawmakers from adopting an equivalence-based

¹³ K. VAN HULLE, *Solvency II Requirements for EU Insurers. Solvency II is good for you*, Cambridge, 2019, 646; D. BUSCH, *The Future of Equivalence in the EU Financial Sector*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 25, 2024, 3-23, 6, <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00306-1>.

¹⁴ K. VAN HULLE, *op. cit.*, 607-648; A. VAN DEN HURK, *Equivalence and Insurance*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 25, 2024, 209-228, 201 and 227, <https://doi.org/10.1007/s40804-023-00308-z>.

approach to digital technologies and platforms. In any case, the insurance sector inadvertently finds itself at the intersection of these two approaches.

The analysed regulatory framework could gradually shift towards an equivalence model by taking inspiration from and considering regulation advancements from significant Third-country jurisdictions, as an equivalence framework can be established for FinTech companies¹⁵.

This evolution could also be achieved through a two-step approach, which aligns with the progressive integration of digital technologies in the insurance sector. The initial step would focus on establishing equivalence for technologies that enhance the internal organisation of (re)insurers. The subsequent could extend equivalence to customer-facing technologies, ensuring a balanced regulatory evolution that fosters innovation and efficiency while maintaining customer protection and market stability. This gradual approach is consistent with the objectives outlined by the European Commission in establishing an equivalence assessment, which include supporting the establishment and functioning of the internal market, ensuring market integrity, enhancing investor protection, and, more broadly, promoting financial stability¹⁶.

Meanwhile, exploring the costs associated with a conformity-based approach is essential. Empirical analysis could reveal how such an approach impacts innovation, market competition, cross-border investments, and potential barriers to the scalability of European digital solutions. Gaining a clearer understanding of these costs is crucial for policymakers. It will help them determine whether a conformity-based regulatory framework is the best choice or if a more equivalence-oriented framework would better support the growth and competitiveness of the EU insurance sector in the digital age.

¹⁵ H. NEMECZEK, *Third-Country Regime and Equivalence: FinTechs*, in *Eu. Bus. Org. L. Rev.*, vol. 25, 2024, 145-165, 156-164. <https://doi.org/10.1007/s40804-024-00310-z>.

¹⁶ *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Equivalence in the area of financial services*, 29 July 2019, COM (2019) 349 *final*. Available online: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52019DC0349> (accessed on 23 February 2025).

2.6. *Balancing Cross-Cutting and Sector-Specific Rules in Digital Insurance*

The differing approaches taken by general regulations and insurance-specific rules toward third-country operators reflect a broader legislative policy. Where general and sectoral rules intersect, establishing a clear criterion to bridge these regulatory frameworks becomes essential.

The EU regulatory framework for digital insurance platforms is inherently complex, comprising a multifaceted set of rules that underscore the challenges of governing cross-sector phenomena such as digital platforms. This regulatory mapping reveals a fragmented landscape, highlighting the need for a more coordinated and coherent approach to interpretation and implementation.

As emphasised in the Draghi Report¹⁷, such regulatory complexity can increase the costs of accessing and operating digital platforms, potentially undermining efficiency and innovation, which digitalisation seeks to enhance in the insurance sector.

Moreover, this dual-layer complexity – stemming from both digital and insurance regulations – imposes additional financial and administrative burdens. Notably, smaller insurers face disproportionately higher regulatory costs relative to their yearly premium income compared to their larger counterparts¹⁸, further exacerbating market entry barriers and limiting competition and innovation within the industry.

EIOPA has raised concerns about how dual-layer regulation impacts AI tools¹⁹; however, these concerns can be extended beyond AI to encompass the broader regulatory framework for digital platforms²⁰. Industries cannot expect all rules to be consolidated into a single, tailor-

¹⁷ Draghi Report on EU Competitiveness, cit., Part B, 77.

¹⁸ M. ELING and D. PANKOKE, *Costs and Benefits of Financial Regulation: An Empirical Assessment for Insurance Companies*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*, 2016, 529-544, 545.

¹⁹ EIOPA, *EIOPA's letter to co-legislators on the Artificial Intelligence Act*, cit.

²⁰ EIOPA, *Report on the application of the Insurance Distribution Directive (IDD)*, 2022, 43. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/system/files/2022-01/eiopa-bos-21-581_report_on_the_application_of_the_idd.pdf?utm_source=chatgpt.com (accessed on 23 February 2025).

made act; navigating regulatory complexities is an inherent part of business. However, if EU lawmakers extend horizontal regulations to the insurance sector, they must not overlook the sector-specific rules essential to this industry.

The horizontal regulation of digital transformation must consider the existing sector-specific rules that address interests deserving of similar protection. The reserve of insurance businesses and insurance intermediation is functional to ensure the adequate protection of policyholders and beneficiaries of insurance benefits, which is the primary purpose of EU insurance regulation and supervision (Recital 16 of Solvency II).

The EU principle of proportionality serves as a crucial guide in this intricate regulatory landscape. This principle ensures that any action taken by EU institutions, including regulatory measures, does not exceed what is necessary to achieve a legitimate objective²¹. It stipulates that measures must be appropriate, necessary, and balanced, signifying that they do not go beyond what is required to attain their goals. In the context of EU insurance regulation, this principle plays a vital role in tailoring regulatory requirements to the size, complexity, and risk profile of insurance undertakings and intermediaries, ensuring adequate supervision without imposing undue burdens²².

As a result, the principle must ensure that broad regulations align with sector-specific rules, thereby avoiding unnecessary burdens. Regulations tailored to the insurance sector ought to serve as the primary reference point, facilitating the integration of broader rules while adjusting them to the industry's unique characteristics. EIOPA has underscored the importance of this approach, cautioning against excessive regulatory burdens that could adversely affect the insurance industry and its customers²³.

Consequently, as previously outlined, this study centres on insurance regulation as its primary theme, situating it within the broader context of digital platform regulations. Historically aimed at ensuring financial

²¹ D. CHALMERS, G. DAVIES and G. MONTI, *European Union Law*, Cambridge, 4th ed., 2019, 386 f.

²² K. VAN HULLE, *op. cit.*, 171-186; M. OSTROWSKA, *Regulation of InsurTech: Is the Principle of Proportionality an Answer?*, in *Risks*, vol. 9(10), no. 185, 2021, 6-10, <https://doi.org/10.3390/risks9100185>.

²³ EIOPA, *EIOPA's letter to co-legislators on the Artificial Intelligence Act*, cit.

stability, customer protection, and market integrity²⁴, insurance regulation increasingly intersects with the regulatory frameworks for digital platforms that emphasise competition, data protection, transparency, and accountability within the digital economy.

The following sections clarify how insurance regulation interacts with digital platform rules, revealing synergies and conflicts.

3. The Legal Status of Digital Insurance Platforms: Distribution and Regulatory Boundaries

This section examines the legal status of digital platforms, a fundamental aspect of understanding their regulatory implications within the insurance sector. The overall regulatory framework regarding digital transformation emphasises the protective purposes of these provisions rather than imposing limitations on the activities of those to whom they apply. Consequently, it often overlooks the activities that industry-sector regulations reserve for entities within the scope of this overarching regulatory framework.

The DSA provides the only formal definition of an “online platform” within the EU framework. It defines an online platform as a hosting service that stores and disseminates information to the public at the request of a service recipient (Article 3). The DSA applies broadly to all digital intermediaries, including e-commerce platforms and social media, without imposing sector limitations.

This broad and adaptable definition intersects with sector-specific regulations. EIOPA has introduced a working definition of platforms as «an interconnected set of services that allows users to fulfil a variety of needs in one integrated experience»²⁵. This definition aligns with a regulatory framework that includes IDD and Solvency II. These

²⁴ Cfr. A. MCGEE, *The Single Market in Insurance. Breaking Down the Barriers*, Farnham, 1998, 3 ff.; R. AYADI and C. O'BRIEN, *The Future of Insurance Regulation and Supervision in the EU. Report of a CEPS Task Force*, Brussels, 2006, 35 ff; P. SHARMA and P. CADONI, *Solvency II: A New Regulatory Frontier*, in *Global Perspectives on Insurance Today*, C. KEMPLER, M. FLAMÉE, C. YANG and P. WINDELS (eds), London, 2010, 53-66; P. MARANO, *The Global Relevance of the EU Single Market on Insurance After the Insurance Distribution Directive*, in *Journal of International Business and Law*, vol. 21, 2021, 31-67, 35-43.

²⁵ EIOPA, *Report on the Digitalisation of the European Insurance Sector*, cit., 55.

regulations impose strict limitations on entities engaged in insurance and distribution activities to ensure that only authorised entities meeting specific criteria can operate within the insurance sector.

EIOPA's definition encompasses digital distribution channels such as insurance company websites, comparison sites, online platforms, and mobile applications. These platforms create a diverse and dynamic environment for distributing insurance products. EIOPA acknowledged an essential distinction between platforms acting as intermediaries and those purely providing tools to facilitate relationships between insurers and their (prospective) customers²⁶.

EIOPA's approach aligns with the IDD, which defines insurance distribution as activities limited to insurance undertakings, insurance intermediaries, and ancillary intermediaries. In line with its predecessor, the Insurance Mediation Directive (IMD), the IDD establishes a comprehensive regulatory framework that categorises insurance distribution as a regulated activity, including when conducted via a website or other media (Article 2(1)). The broad definition adopted by the IDD allows for the inclusion of digital platforms within the expression "other media"²⁷. This interpretation is supported by the EIOPA, which acknowledges the growing role of digital platforms and artificial intelligence in insurance distribution and highlights the need for further regulatory clarity in this area²⁸.

The IDD imposes compliance obligations on all entities engaged in such activities, referred to as "insurance distributors" (Article 2(8)). Consequently, these platforms are regarded as insurance distributors and must comply with IDD requirements. These obligations coexist with general digital platform regulations, resulting in a dual compliance framework.

These insights underscore the necessity to delineate the boundaries of insurance distribution under the IDD. A comprehensive assessment is vital for differentiating platforms that qualify as insurance

²⁶ EIOPA, *Report on the Digitalisation of the European Insurance Sector*, cit., 47.

²⁷ P. MARANO, *Navigating Insurtech: The digital intermediaries of insurance products and customer protection in the EU*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, vol. 26, no. 2, 2019, 294-315, 295 f., DOI: 10.1177/1023263x19830345.

²⁸ EIOPA, *Report on the application of the Insurance Distribution Directive (IDD)*, cit., 5.

distributors – thereby subject to sector-specific regulations – from those that facilitate interactions between insurers and customers without engaging in distribution. The latter may fall outside the insurance regulatory framework and be governed exclusively by the general digital platform standard. The following paragraphs will explore this distinction.

3.1. Ownership and Liability of Insurance Platforms

Under the IDD, entities that distribute insurance products through digital platforms are generally classified as insurance distributors (Article 2(1)(1)(3)). If the platform owner differs from the entity carrying out the insurance distribution activities, only the latter is recognised as an insurance distributor and is subject to the IDD requirements.

This distinction indicates that general digital platform regulations apply to owners who do not directly manage or execute the business conducted through their platforms. The liability exemptions for hosting services under Article 5 of the DSA and Article 14 of the E-Commerce Directive also extend to these owners. As a result, platform owners are obliged to fulfil specific responsibilities.

They must clarify their terms of service as mandated by Article 12 of the DSA and Article 3(1) of the Platform-to-Business Regulation. Additionally, they are required to disclose how platform-generated data is utilised under the provisions of Article 9 of the Platform-to-Business Regulation. Hosting service providers must implement systems for individuals or entities to report illegal content, as Article 14 of the DSA stipulates. Furthermore, if platform owners control the processing of user data, they are classified as data controllers under Article 4(7) of the GDPR. Consequently, they must inform users about their data processing practices clearly, concisely, and transparently, as specified in Article 12(1) of the DSA and the GDPR.

The regulatory framework explicitly assigns platform owners the responsibilities outlined, thus relieving insurance undertakings or distributors using these platforms from liability for any non-compliance by those owners. However, insurers/insurance intermediaries must remain vigilant regarding the reputational risks associated with partnering with platform owners who fail to adhere to applicable

regulations. Conducting thorough due diligence is essential when selecting compliant and trustworthy partners to protect the reputation of insurers and intermediaries and maintain customer trust.

Furthermore, insurance undertakings and large insurance intermediaries – not classified as micro, small, or medium-sized enterprises as defined by EU Recommendation 2003/361 – must implement ICT risk management practices when using third-party digital platforms to offer their products (Article 27 of DORA). This is essential for ensuring the security and resilience of these platforms. It includes conducting due diligence on providers, establishing contracts that address operational continuity requirements, and continuously monitoring provider performance. The insurer or large intermediary is also responsible for reporting significant ICT incidents to the national competent authority and ensuring that the provider facilitates such reporting²⁹. Consequently, it must ensure that the agreement with the third-party provider includes provisions allowing it to comply with this duty. Moreover, periodic testing of the platform's operational resilience and integrating DORA into the insurer or large intermediary's governance framework are crucial for ensuring regulatory compliance and protecting customers³⁰.

If platform owners allow cross-selling practices – offering non-insurance products or services alongside insurance – Article 6(1)(d) of the DMA explicitly prohibits gatekeeper platforms from engaging in self-preferencing. This provision requires platform owners to avoid favouring their products or services over similar offerings from third parties, whether in rankings or other contexts.

Clearly defining the roles and responsibilities of platform owners and insurance distributors enhances the understanding of regulatory

²⁹ D. CLAUSMEIER, *Regulation of the European Parliament and the Council on digital operational resilience for the financial sector (DORA)*, in *International Cybersecurity Law Review*, vol. 4, 2023, 79-90, 84-86, <https://doi.org/10.1365/s43439-022-00076-5>; C. BUTTIGIEG and B.B. ZIMMERMANN, *The digital operational resilience act: challenges and some reflections on the adequacy of Europe's architecture for financial supervision*, in *ERA Forum*, vol. 25, 2024, 11-28, 14-16, <https://doi.org/10.1007/s12027-024-00793-w>.

³⁰ S. KOURMPETIS, *Management of ICT Third Party Risk Under the Digital Operational Resilience Act*, in *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union*, L. BÖFFEL and J. SCHÜRGER (eds.), London, 2023, 211-226, 217-219, https://doi.org/10.1007/978-3-031-17077-5_7.

arbitrage risks in the digital distribution of insurance products. The following paragraphs analyse specific scenarios in insurance distribution where regulatory arbitrage may arise.

3.2. Group Policyholders and Their Regulatory Status

Group insurance policies are contracts that cover a defined group of individuals under a single policy. While these contracts are typically issued to an employer, association, or similar entity for the benefit of its members, they are utilised in various contexts. In certain EU Member States, providers of products or services through digital platforms have traditionally acted as the policyholder – the entity that enters the insurance contract with the insurer – distinct from the individuals covered under the group policy. These providers could assume this role to avoid classification as ancillary insurance intermediaries, sidestepping the IDD’s regulatory requirements. Despite evading intermediary status, they were frequently compensated for their involvement in the insurance arrangement, often linked to their primary business activities, such as offering other products or services.

The Court of Justice of the European Union (CJEU) has issued rulings on several occasions to clarify the regulatory boundaries of insurance distribution and to prevent the circumvention of relevant rules.

Initially, the CJEU clarified the scope of insurance mediation under the IMD, stating that this concept encompasses preparatory activities that lead to the conclusion of an insurance contract, even if the intermediary does not intend to finalise the agreement³¹.

The Court subsequently ruled that an insurance undertaking acting as a policyholder under a group unit-linked contract is engaged in insurance mediation activities if it receives remuneration for its role³².

Recently, the CJEU clarified the dual roles of policyholders and intermediaries. It ruled that the status of an insurance intermediary or distributor is compatible with that of a policyholder. Specifically, the terms “insurance intermediary” and “insurance distributor” under the IDD refer to a legal entity that, for remuneration, offers its customers

³¹ CJEU, C-542/16, 31 May 2018, para. 45.

³² CJEU, C-143/20 and C-213/20, 24 February 2022, paras. 87-88

voluntary membership in a group insurance policy to which it has previously subscribed, granting them membership that entitles them to insurance benefits³³.

These rulings highlight the significance of complying with the provisions of the IDD. They clarify that entities facilitating access to group insurance policies, even when acting as policyholders, may fall under the remit of insurance intermediary regulations if they receive remuneration for their role. Consequently, entities distributing insurance products under a group policy they have signed as policyholders are included within the IDD's scope. This fosters a level playing field and robust customer protection within the insurance sector, even when group policy distribution occurs via digital platforms.

Nonetheless, some national authorities continue to interpret the scope of the latest CJEU ruling in a restrictive manner. They emphasise that the ruling applies specifically to group insurance policies where the policyholder receives remuneration—broadly defined to include any form of economic benefit—the membership of the group insurance contract is voluntary, and insured persons are contractually granted the right to claim insurance benefits directly from the insurer³⁴.

However, the ruling does not extend to cases involving group contracts, i.e., agreements between a group policyholder and an insurer for the benefit of third parties. Under such arrangements, third parties can obtain coverage under the more favourable terms specified in the group contract. In these cases, the group policyholder negotiates the substantive terms of the insurance for a defined group of insured persons, who then individually choose whether to take out coverage under the agreed terms³⁵.

These distinctions reflect divergent doctrinal interpretations among Member States regarding the concept of group insurance, which

³³ CJEU, C-633/20, 29 September 2022, paras. 46 ff.

³⁴ Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), 2023. Available online:

https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsmittelung/2023/dl_2023_07_04_Aufsichtsmittelung_Groupenversicherungen.pdf?__blob=publicationFile&v=2 (accessed on 23 February 2025).

³⁵ Autoriteit Financiële Markten (AFM), 2024. Available online: https://www.afm.nl/~/_prof+media/files/wet-regelgeving/beleidigingen/interpretaties/eng-interpretatie-groepsverzekering.pdf (accessed on 23 February 2025).

encompasses various cases³⁶. However, these distinctions primarily focus on contractual aspects and fail to consider the broader regulatory framework established by the IDD adequately. Notably, the IDD (i) seeks to extend its protections to all situations where activities falling within the definition of insurance distribution are carried out and (ii) has already delineated the specific cases in which it does not apply, regardless of whether distribution occurs through a group contract.

Instead, the exemptions provided under the IDD raise concerns when analyzed regarding insurance distribution via digital platforms, as discussed in the following paragraph.

3.3. Exempted Ancillary Insurance Intermediaries in Digital Insurance Platforms

The IDD's provisions risk undermining the effectiveness of the above Court's rulings regarding the accountability of group insurance policyholders under the IDD risks, particularly in distributing these policies through digital platforms. Such platforms introduce complexities that may create regulatory gaps or ambiguities, enabling policyholders to circumvent the accountability mechanisms established by the CJEU's interpretations.

The IDD introduced the category of ancillary insurance intermediaries, which are defined as entities whose principal business is not insurance distribution but who distribute insurance products as a complementary activity to their primary business (for example, travel agencies offering travel insurance or car rental companies providing collision damage waivers). These intermediaries may qualify for exemption from the IDD's requirements if they satisfy certain conditions outlined in Article 1(3)³⁷.

³⁶ M. LIMA REGO, *The boundaries of the insurance contract: group insurance through the lens of the ECJ*, in *Insurance based investment products, between the market and policyholder protection. What responses from European Union law?*, F. PETROSINO (ed.), Berlin, 2025 (forthcoming).

³⁷ The conditions are the following: (i) the insurance products must be ancillary to the primary goods or services provided by the intermediary; (ii) the insurance must solely cover risks associated with the primary goods or services (for example, travel cancellation or vehicle damage); (iii) the total premium for the insurance product must stay below the thresholds established by the directive, ensuring that insurance distribution remains a minor aspect of the intermediary's overall activity.

Even when exempt, ancillary insurance intermediaries must still adhere to basic customer protection standards, such as providing clear and transparent information about insurance products (Article 1(3)(a)(b)(c)) and avoiding conflicts of interest that could harm customers, thereby ensuring fair treatment in the distribution process. This exemption reflects the IDD's aim to balance adequate customer protection with the need to avoid disproportionate regulatory burdens on businesses where insurance distribution plays a minor, supplementary role³⁸.

The growing influence of digital insurance platforms has raised significant concerns about their potential to exploit exemptions under the IDD. Digital transformation enables these platforms, often operating as ancillary insurance intermediaries, to achieve an unfeasible distribution scale through traditional face-to-face channels³⁹. By offering insurance products as a supplementary service to their primary business and meeting the exemption criteria, these platforms can circumvent the full regulatory scope of the IDD.

This regulatory gap is particularly concerning because digital platforms' scale and reach enhance their ability to distribute insurance widely, potentially undermining customer protection and oversight mechanisms. An ongoing concern is that such platforms may deliberately structure their operations to fit within exemption thresholds, avoiding full compliance while exerting significant market influence⁴⁰. These developments underscore the urgent need for stricter regulatory scrutiny to prevent the misuse of exemptions and ensure that consumer protection remains robust in the evolving digital insurance landscape.

Digital platforms also significantly reduce, if not eliminate, geographical barriers to reaching potential customers. Their standardised distribution mechanisms allow insurance companies from one Member State to connect seamlessly with customers in other

³⁸ P. MARANO, *Management of Distribution Risks and Digital Transformation of Insurance Distribution – A Regulatory Gap in the IDD*, in *Risks* 2021, vol. 9(8), no. 143, 7, <https://doi.org/10.3390/risks9080143>.

³⁹ P. MARANO, *Management of Distribution Risks and Digital Transformation of Insurance Distribution*, cit., 8.

⁴⁰ P. MARANO, *Management of Distribution Risks and Digital Transformation of Insurance Distribution*, cit., 8.

Member States. While this facilitates the integration of a single insurance market within the EU, it also poses considerable challenges for supervisory authorities.

A key concern is whether these authorities can effectively assess whether insurance companies have sufficient resources to implement and manage all phases of the Product Oversight and Governance (POG) process—ranging from defining the target market and ensuring value for money to conducting ongoing monitoring—when operating across borders through digital platforms managed by exempted ancillary intermediaries. Furthermore, it is challenging to ascertain whether these companies can take meaningful remedial action against distributors when the latter form a significant or exclusive part of their distribution network.

Until the exemption rules are revised, EIOPA’s initiative requiring insurance manufacturers to include products distributed via digital platforms operated by ancillary intermediaries within their distribution monitoring under the POG framework is commendable⁴¹. This approach strengthens oversight by ensuring that digital distribution channels are subject to product oversight and governance (POG) requirements, even when operated by ancillary intermediaries.

However, the effectiveness of this initiative will depend on whether national supervisory authorities extend such guidance to exempted ancillary intermediaries, ensuring a level playing field and reducing the risk of regulatory arbitrage. The considerations outlined above suggest that this measure serves more as a temporary solution than as a definitive one. Although national provisions can alleviate some of these challenges within the minimum harmonisation framework of the IDD, the lack of a timely and coordinated EU regulatory response risks undermining consistent customer protection across Member States.

3.4. *Regulatory Role of Insurance Referral Agents or Tipsters*

⁴¹ EIOPA, *EIOPA’s approach to the supervision of product oversight and governance*, 2020, 15. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/publications/eiopas-approach-supervision-product-oversight-and-governance_en (accessed on 23 February 2025).

Another perspective that has not yet been discussed relates to activities outside the scope of the IDD application.

The IDD excludes from its scope activities that involve providing data and information related to potential clients to insurance intermediaries or undertakings, as well as information about insurance products and intermediaries to potential clients. These exclusions apply when the entity supplying such data or information (the “insurance referral agent” or “tipster”) does not engage in activities aimed at concluding an insurance contract.

EIOPA pointed out that digital platforms can restrict their role in facilitating relationships between insurers and prospective customers. Therefore, they are exempt from the IDD’s obligations and, more fundamentally, from being classified as intermediaries. For example, digital platforms enabling clients to contact an insurance distributor by displaying the distributor’s name and providing a link to their website are not considered engaged in insurance distribution under the IDD. Consequently, such platforms are only subject to the general rules applicable to digital platforms and do not carry the additional regulatory responsibilities associated with insurance distribution.

Furthermore, the IDD emphasises that the forms of remuneration specified in the directive are only relevant when the activity qualifies as insurance distribution. If the referral activity does not lead to activities finalised to the distribution of an insurance contract, the remuneration becomes irrelevant to its classification.

Regardless of compensation, referral activities must be organised to ensure that the tipster does not engage in any actions to conclude the insurance contract following the initial facilitation of contact. Insurers and intermediaries benefiting from the referral activity are liable if the platform is not designed to prevent the tipster from participating in distribution activities. Simultaneously, supervisors should oversee how the supervised entities, namely insurers and intermediaries, ensure that the boundaries between referral activity and distribution are not blurred.

3.5. Peer-to-Peer “Pure” Model in Insurance: Regulatory Boundaries and Implications

Digital transformation can give rise to disruptive business models, including peer-to-peer (P2P) insurance. This model operates as a risk-sharing network, where individuals with mutual interests or similar risk profiles collectively pool their “premiums” to insure (protect) against a common risk⁴². Three distinct P2P business models in the market can be identified, with platforms functioning as insurers, brokers, or technical service providers⁴³.

The last model, often called the P2P “pure” model, represents a form of protection in which individuals or small groups pool resources to provide coverage for one another. In this model, participants contribute to a common fund that covers members’ claims. It is considered “pure” because it operates without traditional intermediaries such as insurers or brokers. Instead, it relies on mutual trust and collective responsibility among participants, who are grouped by the platform’s managing entity, which facilitates the pooling process and attracts new members.

This concept has garnered attention in the EU due to its potential to disrupt the traditional insurance market by offering more flexible, user-driven solutions⁴⁴. However, it raises significant questions regarding regulation and its compatibility with existing legal frameworks⁴⁵.

⁴² EIOPA, *Report on best practices on licensing, requirements, peer-to-peer insurance and principle of proportionality in an Insurtech context*, 2019, 26. Available online: <https://register.eiopa.europa.eu/Publications/EIOPA%20Best%20practices%20on%20licensing%20March%202019.pdf> (accessed on 23 February 2025).

⁴³ EIOPA, *Report on best practices on licensing, requirements, peer-to-peer insurance and principle of proportionality in an Insurtech context*, cit., 26.

⁴⁴ M. DENUIT, J. DHAENE and C.Y. ROBERT, *Risk-sharing rules and their properties, with applications to peer-to-peer insurance*, in *Journal of Risk and Insurance*, vol. 83, 2022, 615-667; M. DENUIT and C. Y. ROBERT, *Risk sharing under the dominant peer-to-peer property and casualty insurance business models*, in *Risk Management Insurance Review*, vol. 24, 2021, 181-205; S. LEVANTESI and G. PISCOPO, *Mutual peer-to-peer insurance: The allocation of risk*, in *Journal of Cooperative Organization and Management*, 2021, <https://doi.org/10.1016/j.com2021.100154>.

⁴⁵ EIOPA, *Report on best practices on licensing, requirements, peer-to-peer insurance and principle of proportionality in an Insurtech context*, cit., 27; M. LIMA REGO and J. CAMPOS CARVALHO, *Insurance in today’s sharing economy: new challenges ahead or a return to the origins of insurance?*, in *InsurTech: a legal and regulatory view*, P. MARANO and K. NOUSSIA (eds.), Cham, 2020, 27-47, 41-45.

These encompass issues related to the classification of P2P schemes under EU law, as they may blur the distinctions between mutual aid and formal insurance contracts. Solvency requirements pose another challenge, as traditional insurers must meet stringent capital buffers that P2P models may lack, potentially placing participants at risk in the event of claims. Customer protection is also a concern, given the absence of a regulated entity overseeing the fund pools, unlike traditional insurance. Finally, cross-border challenges arise due to differing perspectives in various EU countries on whether P2P insurance should be regulated as conventional insurance, which could impede scaling across multiple jurisdictions.

These concerns indicate that licensing and prudential regulation must evolve to ensure that P2P models comply with customer protection and financial stability standards. EIOPA has recognised the existence of this model and seeks to understand how it operates and its potential impact on/deviations from traditional insurance. As a result, it has opted to delay regulatory intervention until the model gains broader market adoption⁴⁶.

The evolution of the EU regulatory framework for digital transformation suggests that specific regulations could serve as appropriate benchmarks for governing this “pure” model, provided it is considered outside the scope of insurance regulation. The references include Regulation (EU) 2020/1503 on European crowdfunding service providers for business and the DSA. Although none of these frameworks were explicitly designed for insurance, they provide essential regulatory principles that can be adapted to the P2P “pure” model.

The Crowdfunding Regulation provides a legal framework for platforms that facilitate crowdfunding and shares similarities with P2P insurance models. Both depend on digital platforms to pool resources, with crowdfunding aimed at raising capital and P2P insurance focused on pooling funds to cover risks. Regulation (EU) 2020/1503 emphasises transparency, investor protection, platform governance, and cross-border operations, and it could extend to P2P insurance platforms. For instance, P2P insurance platforms may need to disclose their

⁴⁶ EIOPA, *Report on best practices on licensing, requirements, peer-to-peer insurance and principle of proportionality in an Insurtech context*, cit., 31.

operations, risk management strategies, and governance structures, akin to the requirement for crowdfunding platforms to be transparent about the projects they host to be funded.

The DSA's emphasis on ensuring the safety and accountability of digital platforms is particularly relevant to P2P insurance models. Just as platforms are required to manage harmful content, P2P insurance platforms may also be responsible for managing risks such as fraud or misleading information. The DSA's emphasis on platform accountability, customer rights, and risk management serves as a benchmark for potential requirements for P2P insurance providers to ensure secure and transparent operations. Also, the DSA contains provisions for transparency regarding the operational processes of platforms and the resolution of disputes, which could directly impact how P2P insurance platforms communicate their processes to participants, ensuring that they understand how funds are managed, how claims are processed, and what protections are in place.

In summary, although the EU has yet to establish a specific regulatory framework for P2P insurance, the principles outlined in the Crowdfunding Regulation and the Digital Services Act provide valuable guidance. These frameworks emphasise transparency, customer protection, platform responsibility, and cross-border operations, all of which are essential for regulating innovative models like P2P insurance.

However, the recalled regulations emphasise the necessity of authorised and monitored platforms to ensure compliance with standards that protect customers and foster trust. By embracing similar principles, P2P insurance platforms may require regulatory oversight to guarantee they can fulfil their obligations and provide safeguards for participants in disputes or platform failures.

Insurance authorities ought to have the authority to oversee these platforms. From a substantive perspective, the responsibilities of the platform manager towards its service users closely resemble those owed to the insured. Although the platform manager is not directly liable for paying benefits in the event of a claim, it must ensure that the claim is processed if it meets the coverage conditions. This necessitates proper organisation of the pooled funds to maintain ongoing financial viability, which includes calculating the "premium" charged to participants and

effectively managing the assessment of claims and overall customer relations.

These considerations become even more pertinent if the potential regulation of these platforms allows them to use the term "insurance" or its equivalent, such as "guarantee" or "protection", as the insurance supervisory authorities are better equipped to determine whether the activity – alongside the associated obligations - remains confined to P2P or if this model is being misused to evade responsibilities as an insurer or insurance intermediary. Furthermore, the lack of pure P2P model operators in Member States could compel European legislators to assign EIOPA exclusive supervisory authority. This would guarantee a uniform interpretation of the regulatory framework while preventing the model from evolving into insurance distribution, which continues to be overseen by national authorities.

4. Compliance Challenges in Digital Insurance Platforms: Business Conduct Rules

This section examines the regulatory and legal implications of digital insurance platforms, focusing on the conduct rules under EU law – specifically, those that govern the relationship between distributors and customers on the platform – to ensure a comprehensive understanding of the regulatory framework aligned with protective objectives.

The IDD establishes rules of conduct to ensure that insurance intermediaries and undertakings act in the best interests of their customers (Article 17 of the ID). These rules also apply to digital insurance platforms involved in distribution, requiring them to prioritise customer needs over commercial interests. The IDD further introduces specific regulations regarding information disclosure, including pre-contractual information and product suitability assessments. Digital platforms must ensure these requirements are fulfilled, even when employing automated tools or AI-driven algorithms to interact with customers.

While primarily focused on prudential regulation, Solvency II indirectly affects business conduct by imposing governance and risk management requirements on insurers. Articles 41 to 49 highlight the significance of internal controls, including digital platforms for product distribution and policy administration. These rules are linked to those

regarding product oversight and governance (POG), which mandate insurers (: manufacturers) to ensure that products are targeted towards the appropriate market, as stipulated by the POG provisions in Article 25 of the IDD and the implementing Commission Delegated Regulation (EU) 2017/2358 of 21 September 2017⁴⁷. Moreover, platforms must provide suitability or appropriateness assessments for specific insurance products, particularly those classified as insurance-based investment products (IBIPs).

However, applying this regulatory framework to digital platforms can be challenging. Three areas will be explored: (i) distribution through platforms deemed exempt ancillary intermediaries, (ii) sales accompanied by advice, and (iii) the role of comparison websites and insurance influencers. The following three paragraphs will discuss these issues in the order presented.

4.1. *Distribution by Exempted Ancillary Intermediaries*

Concerns have been raised regarding exempt ancillary intermediaries (see para. 3.1.3), as the boundaries between insurance distribution and referral activities can become blurred (see para. 3.1.4). Justifying the exemption for digital platforms poses a challenge due to their vast scale and role as distribution tools. The distinction between insurance distribution and referral activity can also become ambiguous, especially when platforms provide interactive tools or recommendations, which may subject them to insurance distribution regulations.

EIOPA has sought to address this regulatory gap to prevent regulatory arbitrage by establishing supervisory expectations regarding product oversight and governance. These expectations include ensuring that distribution activities are adequately monitored across specific channels (e.g., ancillary intermediaries or distance selling) to verify that products align with the needs of their target markets⁴⁸. Notably, these

⁴⁷ P. MARANO, *The Contribution of Product Oversight and Governance (POG) to the Single Market: A Set of Organisational Rules for Business Conduct*, in *Insurance Distribution Directive: A Legal Analysis*, P. MARANO e K. NOUSSIA (eds.), cit., 55-74, 61.

⁴⁸ EIOPA, *EIOPA's approach to the supervision of product oversight and governance*, cit., 15.

expectations should extend to exempted intermediaries, as the duty falls on insurers-manufacturers subject to the IDD. However, the indirect application of IDD rules remains constrained by insurers' limited ability to enforce compliance on neither obligated nor supervised entities. This challenge is further compounded when digital platforms serve as key distribution channels for insurers, weakening their bargaining position and making it difficult to impose or effectively oversee regulatory requirements.

The potential shortcomings of insurance regulation are not effectively addressed by other rules applicable to digital platforms, as these frameworks primarily focus on the flow of information to customers rather than from customers.

The IDD establishes a fundamental mechanism for consumer protection by requiring distributors to assess customers' demands and needs, thus ensuring that insurance products meet their specific requirements (Article 20). This process commences with customers providing relevant information regarding their financial situation, personal circumstances, and insurance needs, which can be gathered through direct interactions, questionnaires, or online forms.

In contrast, the DSA, DMA, and GDPR emphasise transparency and fairness in digital markets. However, they do not require distributors to collect information from customers. The DSA enforces transparency in product rankings and algorithmic decisions but regulates only the flow of information to customers, not from them. Similarly, the DMA addresses anti-competitive practices among gatekeeper platforms. Yet, it applies to limited entities and does not impose any obligation to evaluate customer demands and needs. The GDPR guarantees clear data processing disclosures but does not regulate the information that distributors must gather. Consequently, these regulatory frameworks fail to ensure that digital insurance platforms actively seek and assess customer needs, a gap that the IDD primarily addresses.

In conclusion, regulatory gaps persist in digital insurance distribution provided by exempt ancillary intermediaries. EIOPA's efforts to impose oversight remain limited as insurers struggle to enforce IDD requirements on unsupervised platforms. While the DSA, DMA, and GDPR address transparency and competition, ensuring that platforms evaluate customers' demands and needs is outside their scope.

4.2. *Regulating Sales with (Robo)Advice in Digital Platforms*

Advice provided through digital platforms is another critical area requiring scrutiny. While these platforms can enhance accessibility and customer experience, the quality of advice must align with IDD standards. Automated advice tools, such as robo-advisors, must ensure that their algorithms do not prioritise products based on commercial interests at the expense of customer needs⁴⁹. Whether conducted in a digital or offline context, the advice process should prioritise achieving positive consumer outcomes. This entails facilitating a seamless and efficient sales process that minimises unnecessary complexity and avoids excessive questioning. Rather than being reduced to a mere tick-box or compliance-driven exercise, the advice process should be designed to genuinely enhance consumer decision-making and ensure that the products recommended align with their needs and preferences⁵⁰.

IDD requires insurance intermediaries or undertakings to disclose to customers in good time before the conclusion of an insurance contract whether they provide advice about the insurance product sold (Article 18). The advice for all insurance products can be “basic” or based on a fair and personal analysis.

Where “basic” advice is offered, the insurance distributor must provide the customer with a personalised recommendation, outlining why a specific product would best satisfy the customer’s demands and needs (Article 20).

When an insurance intermediary informs the customer that it provides its advice based on a fair and personal analysis, it must base

⁴⁹ EIOPA’s Consultative Expert Group on Digital Ethics in insurance, *Artificial Intelligence Governance Principles: Towards Ethical and Trustworthy Artificial Intelligence in the European Insurance Sector*, 2021. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/30f4502b-3fe9-4fad-b2a3-aa66ea41e863_en?filename=Artificial%20intelligence%20governance%20principles.pdf (accessed on 23 February 2025).

⁵⁰ EIOPA, *Final report on technical advice to the European Commission regarding certain aspects relating to retail investor protection*, 2022, 89. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/94eb7964-9dbd-41cb-a04d-10b907ba9a89_en?filename=Final%20Report%20-%20Technical%20advice%20on%20Retail%20Investor%20Protection.pdf (accessed on 23 February 2025).

that advice on an evaluation of a sufficiently large number of insurance contracts available in the market to enable it to make a personalised recommendation, using professional criteria, regarding which insurance contract would be suitable to meet the customer's needs (Article 20).

The reference to a “personal/personalised” recommendation does not imply that the distributor must provide it in person.

In general terms, the level of human oversight in AI should be proportionate to the risks, scale, and complexity of its use case, considering existing governance measures. When firms deploy automated models with minimal oversight, they should enhance explainability, data management, and system robustness, particularly for high-impact applications. Conversely, limited explainability can be offset by stronger human oversight and data management throughout the AI model lifecycle⁵¹.

Instead, the reference to personal/personalised requires the advice to be focused on the specific demands and needs of the customer to whom it is directed and follow the “likelihood to need” approach instead of “likelihood to buy”⁵². Therefore, a robo-advisor can advise without necessarily being supported by humans.

The literal content of the IDD supports this statement. The IDD focuses on analysing customers' demands and needs. Recital 44 expressly states that, to avoid mis-selling cases, a demands-and-needs test should always accompany the sale of insurance products based on information obtained from the customer. Thus, the distributor must provide the customer with an output (the proposed product) derived from analysing the customer's inputs as investigated by the distributor. Indeed, Recital 44 further states that any insurance product proposed to the customer should always be consistent with the customer's demands and needs and presented in a comprehensible form to enable that customer to make an informed decision.

The sale with advice must offer added value compared to a sale without advice. Both depend on the flow of information from the customer. However, Recital 45 of the IDD explicitly links the duty to

⁵¹ EIOPA's Consultative Expert Group on Digital Ethics in insurance, *Artificial Intelligence Governance Principles*, cit., 49.

⁵² EIOPA's Consultative Expert Group on Digital Ethics in insurance, *Artificial Intelligence Governance Principles*, cit., 28.

specify customers’ demands and needs to the “personalised” recommendation, which clarifies why a particular product is most suitable for the customer’s insurance requirements. Consequently, the added value of the advice lies in explaining why the product “best meets” the customer’s needs and demands. Meanwhile, a sale without advice is merely consistent with the customer’s demands and needs (Article 20(1)).

This conclusion aligns with the principle of technological neutrality, which advocates that laws, regulations, and policies should neither favour nor discriminate against particular technologies. This principle fosters innovation by allowing market participants to develop and adopt new technologies without encountering regulatory obstacles favouring established companies or outdated methods. It ensures that businesses compete based on efficiency, security, and customer benefits rather than advantages based on specific regulatory preferences.

The European Commission has consistently emphasised this principle to prevent legislation from stifling innovation while maintaining customer protection and market integrity. Consequently, multiple regulatory frameworks embody technological neutrality, including the DSA, GDPR, and DORA. The AI Act is a notable example of this neutral approach, focusing on risk-based assessments rather than banning specific AI applications outright.

However, it is essential to acknowledge that technology may not always be neutral. Regulators must balance neutrality and implement targeted interventions, especially when specific technologies pose unique risks.

Article 14 of the AI Act highlights the necessity of human oversight in high-risk AI applications. It stipulates that these applications cannot operate without appropriate human control and accountability. This requirement ensures that human operators clearly understand how the AI system works, including its capabilities, limitations, and potential risks, enabling informed decision-making. Operators should be able to interrupt, disable, or override the system if it produces incorrect, harmful, or unlawful outputs⁵³. As a result, AI systems must integrate

⁵³ P. STASZCYK, *Navigating the AI landscape in the EU: fostering innovation while upholding ethical principles*, in *Artificial Intelligence and International Human Rights Law. Developing Standards for a Changing World*, M. BALCERZACK and J. KAPELANSKA-PREGOWSKA (eds.), Cheltenham, 2024, 54 f. Available online:

robust monitoring tools that allow for real-time human intervention when necessary⁵⁴.

It is important to note that the AI Act does not mandate that every piece of advice an AI gives be verified and approved by a human before delivery. AI tools are not required to undergo real-time human verification for each output, nor is a human operator expected to decide every outcome. Instead, human oversight ensures that the system operates within legal and ethical boundaries. Rather than replicating or replacing the AI's functionality, these oversight mechanisms are designed to validate compliance with legal standards and mitigate risks, ensuring that AI-generated outputs meet regulatory and ethical requirements⁵⁵.

The AI Act underscores the importance of transparency and consumer awareness. It requires individuals to be informed when they receive advice from an AI system rather than a human. Article 50 mandates that providers of AI systems engaging directly with individuals must disclose this interaction unless it is already evident to a knowledgeable, attentive, and prudent person based on the context. This obligation is particularly pertinent to the two categories of advice regulated by the IDD for insurance-based investment products: ongoing advice and independent advice.

All advice on insurance-based investment products must comply with Article 30(5)(2) of the IDD, which requires distributors to issue a clear pre-contractual statement explaining how their recommendation

[https://www.elgaronline.com/edcollbook-
oa/book/9781035337934/9781035337934.xml](https://www.elgaronline.com/edcollbook-
oa/book/9781035337934/9781035337934.xml) (accessed on 23 February 2025).

⁵⁴ T. MAHLER, *Smart Robotics in the EU Legal Framework: The Role of the Machinery Regulation*, in *Oslo Law Review*, vol. 11, no. 1, special issue: *AI and Robotics in Healthcare* 2024, 15. Available online: <https://www.idunn.no/doi/epdf/10.18261/olr.11.1.5> (accessed on 23 February 2025); L. ENQVIST, "Human oversight" in the EU artificial intelligence act: what, when and by whom?, in *Law Innovation and Technology*, vol. 15, no. 2, 2023, 508-535, 520-528. DOI: 10.1080/17579961.2023.2245683.

⁵⁵ EIOPA, *Consultation Paper, On Opinion on Artificial Intelligence Governance and Risk Management*, February 2025, pts. 3.28-3.31. Available online: https://www.eiopa.europa.eu/document/download/8953a482-e587-429c-b416-1e24765ab250_en?filename=EIOPA-BoS-25-007-AI%20Opinion.pdf (accessed on 23 February 2025).

aligns with the customer’s preferences, objectives and other relevant characteristics.

EIOPA has explored ways to streamline advice in digitalisation, aiming to provide a well-designed, low-cost solution for customers with straightforward needs and small investments, avoiding time-consuming fact-finding. Streamlined advice could integrate automated and traditional models (e.g., semi-automated or robo-advice alongside face-to-face or telephone-based services) while leveraging AI and open insurance systems to enhance the personalisation and portability of suitability assessments. However, as digital selling methods (e.g., AI and algorithms) heighten risks related to pre-contractual information and the demands-and-needs process, introducing “streamlined advice” poses challenges. In AI-driven models, ensuring transparency requires disclosing the algorithm’s reasoning, selection criteria, and potential conflicts of interest to enhance consumer protection⁵⁶.

Under Article 29 of the IDD, distributors advising on insurance-based investment products must inform customers whether they will conduct regular suitability assessments to ensure that recommended investments remain appropriate over time. Given the high costs associated with human advice, AI-driven tools – particularly robo-advisors – seek to lower barriers to accessing portfolio management services. These assessments consider changes in the customer’s financial situation, investment objectives, and market conditions, enabling clients to maintain long-term relationships with AI-based advisory models. This ongoing relationship underscores the need for a regulatory framework that ensures transparency and explainability in AI-driven decision-making. While entities managing robo-advice are not required to disclose their algorithm’s code to customers, they must explain the parameters used in decision-making, including their relative weights. This disclosure should clarify how the algorithm evaluates a customer’s personal needs, forming the foundation for the advice provided.

Alongside or as an alternative to offering ongoing advice, the IDD imposes strict conditions on independent advice. When an intermediary claims to provide independent advice, they must evaluate a sufficiently

⁵⁶ EIOPA, *Final report on technical advice to the European Commission regarding certain aspects relating to retail investor protection*, cit., 83 f.

broad range of products from diverse providers to ensure the client's needs are adequately met (Article 29(3)(3)). They cannot limit their assessment to products from entities with which they have close affiliations. Unlike impartial advice, which suggests objectivity, independent advice requires a genuine market-wide comparison. Algorithmic models must be programmed to meet this requirement, supervisory authorities must verify compliance, and customers should receive a statement demonstrating the effectiveness of the products' selection.

Finally, in all cases of robo-advice, the provisions of Article 5(1)(c) of the AI Act – which prohibits unacceptable AI-enabled social-scoring practices – must be carefully considered. A potentially relevant case concerning robo-advice is referenced in the Guidelines on Prohibited Artificial Intelligence Practices established under the AI Act, which the Commission adopted on 4 February 2025. In its guidance, the Commission explicitly cited the example of an insurance company that collects spending and other financial data from a bank, even when such information is unrelated to assessing candidates' eligibility for life insurance. The AI system then analyses this data to determine premium pricing or recommend whether to refuse coverage altogether, potentially leading to discriminatory or unfair outcomes.

Although this prohibition is expressly set out in the AI Act, the IDD already establishes the overarching principle that insurance distributors must act honestly, fairly, and professionally in the best interest of their customers. Consequently, a robo-advice system designed primarily to maximise the insurer/distributor's profitability at the expense of customers' interests would be inconsistent with this fundamental principle.

4.3. The Role of Comparison Websites, Fin-Influencers and Virtual Influencers

Comparison websites have long been an effective digital tool in the insurance sector⁵⁷. EIOPA has discussed the role of comparison

⁵⁷ P. MARANO, *The EU Regulation on Comparison Websites of Insurance Products*, in *The "Dematerialized" Insurance. Distance Selling and Cyber Risks from an International Perspective*, P. MARANO, I. ROKAS and P. KOCHENBURGER (eds.), Cham, 2016, 59-84.

websites in promoting fair competition⁵⁸. The authority issued a set of “good practices” that, while not legally binding, should be considered complementary guidance alongside the relevant EU and national legislation or regulations⁵⁹. These good practices align with the Insurance Mediation Directive (IMD) framework. The subsequent IDD explicitly includes comparison websites if they meet the criteria to be classified as insurance distributors. However, it does not provide specific guidelines for these comparison websites. Nevertheless, the “good practices” issued under the IMD framework remain valuable for addressing the issues arising from the increasing use of AI tools by comparison websites.

The suggested “good practices” for presenting information and the criteria applied to determine the rankings underscore the significance of transparency in how algorithms prioritise or rank products and disclose any financial incentives or partnerships that may influence these rankings, thereby preventing conflicts of interest that could mislead customers.

Websites should not rely solely on price for comparisons. Instead, they should enable users to select and prioritise various product features, such as guarantees, exclusions, or limitation clauses, to ensure a balanced comparison tailored to individual preferences. If a comparison website does not provide all available quotes, it should clearly explain the criteria used to select the displayed products. This transparency helps users understand the basis of the comparison and fosters trust in the impartiality of the information provided. Additionally, comparison websites should disclose any commercial, contractual, or ownership relationships with insurance providers, including whether insurance companies pay for their display or inclusion on the site. This level of transparency allows users to assess the potential influence of these relationships on the comparison results⁶⁰.

⁵⁸ EIOPA, *Report on Good Practices on Comparison Websites*, 2024. Available online: https://register.eiopa.europa.eu/Publications/Reports/Report_on_Good_Practices_on_Comparison_Websites.pdf (accessed on 23 February 2025).

⁵⁹ EIOPA, *Report on Good Practices on Comparison Websites*, cit.

⁶⁰ EIOPA, *Report on Good Practices on Comparison Websites*, cit.

These provisions align with those of the DSA and DMA, although they cover different areas. The DSA broadens the scope further, regulating all digital platforms connecting customers with goods, services, or content. Platforms must disclose key parameters behind ranking algorithms, particularly for large platforms that face additional obligations, such as conducting regular risk assessments. Similarly, the DMA emphasises the importance of fairness and transparency in ranking systems but applies these principles to gatekeepers across all digital markets, such as search engines or app stores. Gatekeepers must avoid self-preferencing, where their products or services are unfairly prioritised over competitors.

All three frameworks converge on the necessity of transparency, which fosters customer trust in digital services. Whether the service is a niche insurance comparison tool (EIOPA) or a global e-commerce platform (DMA/DSA), customers must comprehend how rankings are generated and whether commercial relationships impact them. They also seek to ensure fairness by preventing rankings from misleading or disadvantaging users. This alignment establishes a consistent expectation of transparency and fairness across digital services.

The AI Act does not explicitly address AI systems employed by comparison websites. The recalled Commission's Guidelines on Prohibited Artificial Intelligence Practices established under the AI Act emphasise that the prohibitions set out in Article 5(1)(a) and (b) of the AI Act complement Article 25(1) of the DSA, which prohibits the use of dark patterns in user interfaces. This provision aims to ensure that online platform providers do not mislead or manipulate users into actions that do not align with their genuine intentions. Dark patterns, when likely to cause significant harm, should be regarded as an example of manipulative or deceptive techniques within the meaning of Article 5(1)(a) of the AI Act.

Furthermore, AI systems used in life and health insurance for risk assessment and pricing are classified as high-risk. Consequently, insurance comparison websites utilising AI to analyse and present insurance products must determine whether their AI systems fall into this high-risk category. This assessment is also necessary if the AI system on an insurance comparison website influences customer decisions or personalises recommendations. Due to its potential impact

on customer rights and financial choices, such a system may be deemed high-risk.

The website must adhere to the regulations of the AI Act concerning high-risk AI systems in these contexts. These obligations include implementing a risk management framework, establishing data governance protocols, ensuring transparency, providing essential information to users, facilitating human oversight, and maintaining accurate records (Articles 9, 19, 12, 13, 14, 29).

Digital transformation continuously drives the evolution of distribution models, reshaping how insurance and financial products are offered and accessed. Comparison websites explicitly provide side-by-side evaluations of multiple insurance products, making it essential to ensure transparency in how they select and present the options that best align with customer needs. However, product selection and recommendation are not confined to these platforms alone. An alternative and increasingly influential model has emerged through financial influencers, or “fin-influencers,” who have, for some time now, played a growing role in shaping customer choices in the insurance and financial sectors⁶¹ and influencing the financial market performance of firms⁶².

Insurance comparison websites and fin-influencers may influence customer choices within the insurance market and be interconnected. Insurance influencers might guide their followers to comparison websites through affiliate marketing, referral links, or sponsorship agreements. Furthermore, they can produce content that explains insurance concepts and recommends tools (including comparison platforms) to assist customers in finding the best offers. However, it is essential to recognise that influencers can shape customer perceptions of insurance products, potentially biasing behaviour before visiting a

⁶¹ A. HAYES and A.T. BEN-SHMUEL, *Under the finfluence: Financial influencers, economic meaning-making and the financialization of digital life*, in *Economy and Society*, vol. 53, no. 3, 2024, 478-503, <https://doi.org/10.1080/03085147.2024.2381980>; H.N. HAMAMCI and S. AREN, *The direct and indirect effects of financial influencer credibility on investment intention*, in *Croatian Review of Economic, Business and Social Statistics*, vol. 10, no. 1, 2024, 57-69.

⁶² K. KEASEY, C. LAMBRINOUDAKIS, D.V. MASCIA, and Z. ZHANG, *The impact of social media influencers on the financial market performance of firms*, in *European Financial Management*, 2024, 1-41, <https://doi.org/10.1111/eufm.12513>.

comparison site. If fin-influencers misrepresent products or exaggerate certain providers based on partnerships, they could compromise the objectivity that comparison websites assert, leading to potentially distorted customer decisions.

Recognising the growing role of these influencers, the European Commission's Retail Investment Strategy (RIS), proposed in May 2023, aims to enhance retail investor protection and ensure fair treatment. The strategy emphasises the need for marketing communications to be fair, clear, and not misleading. It includes content disseminated by these influencers. The RIS also seeks to modernise disclosure rules, develop benchmarks for evaluating financial products, and address potential conflicts of interest. To this purpose, the proposal requires the investment firm to provide the fin-influencers' identity and contact information to competent authorities. These measures empower customers to make informed investment decisions aligned with their needs and preferences.

The future regulation of influencers in the insurance industry should align with current insurance distribution regulations. It has been previously observed that straightforward referral activities fall outside the scope of insurance distribution. Therefore, if influencers do not overstep the (narrow) boundary into distribution, they will only need to comply with new rules concerning communication and transparency in their messages aimed at customers.

Technological advancements have led to the emergence of virtual influencers – fully computer-generated digital characters designed to engage with the public via social media, chatbots, and various digital platforms. These characters develop unique identities and personalities through the use of AI, advanced graphics, and motion capture technology, which allows a human actor's movements to be digitally transferred to the character, enhancing realism⁶³. Despite lacking a physical presence, virtual influencers can effectively communicate with followers, influence customer behaviour, and drive trends across various industries, including insurance and financial services⁶⁴. In this

⁶³ S.L. TRANHOLM MOURTIZEN, V. PENTTINEN and S. PEDERSEN, *Virtual influencer marketing: the good, the bad and the unreal*, in *European Journal of Marketing*, vol. 58, no. 4, 2023, DOI:10.1108/EJM-12-2022-0915.

⁶⁴ F. MERTENS and J. GOETGHEBUER, *Virtual Reality, Real Responsibility: The Regulatory Landscape for Virtual Influencers*, in *Financial Law Institute Working*

context, the recalled provision of the AI Act, which mandates that individuals interacting with chatbots be informed that they are engaging with artificial intelligence, is commendable.

However, using virtual influencers to promote insurance and financial products raises significant regulatory challenges that cannot be fully addressed under the EU Unfair Commercial Practices Directive⁶⁵. One key challenge concerns the effectiveness of penalties for non-compliance with the rules expected to be introduced under the Retail Investment Strategy (RIS). Since these digital entities do not possess a legal personality or personal liability, enforcing sanctions against them can be nearly impossible, especially if the legal entities behind these influencers are outside the EU or lack the financial resources to withstand penalties.

To address this issue, the RIS proposal to disclose fin-influencers' identities should also encompass the companies or individuals responsible for creating or utilising virtual fin-influencers. This information could aid in shifting regulatory responsibility to the entities that benefit from their promotional activities – such as insurance companies and intermediaries – ensuring that they remain accountable for any misleading or non-compliant practices associated with virtual fin-influencers. This approach would align with existing customer protection principles in the “real” world, reinforcing transparency, fairness, and accountability in digital promotions and instilling confidence in the integrity of the proposed solution.

5. *Conclusions*

The regulatory landscape for digital insurance platforms in the EU is rapidly evolving due to technological advancements and the necessity for strong customer protection and market stability. While significant progress has been made in regulating digital platforms, challenges remain in aligning horizontal digital regulations with sector-specific insurance rules. This misalignment creates legal ambiguities and compliance uncertainties.

Paper Series, no. 2024-02, 7-10. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4718820> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4718820>

⁶⁵ F. MERTENS and J. GOETGHEBUER, *op. cit.*, 19-34.

The current landscape, shaped by a complex interplay of laws, reveals ongoing ambiguity regarding digital insurance platforms' legal status and compliance obligations. Moreover, insurance regulation should reconsider the current exemptions, considering the size and scale of digital platforms. As digital business models, such as peer-to-peer insurance and AI-driven platforms, continue to reshape the sector, regulators must balance cross-sector rules and tailored insurance regulations to ensure fairness, transparency, and customer protection.

Compliance with business conduct is becoming increasingly important, particularly in areas like distribution practices, robo-advice, and the role of influencers. A forward-looking regulatory approach should prioritise proportionality and technological neutrality, integrating horizontal regulations without imposing unnecessary constraints on insurance-specific rules. This perspective aligns with the emphasis of the Draghi report on fostering a competitive and innovation-friendly regulatory framework within the EU.

On 29 January 2025, the European Commission presented the Competitiveness Compass, building on the Draghi report's analysis to revitalise Europe's economic dynamism and foster growth. The Compass outlines three key pillars supported by five horizontal enablers, including regulatory and administrative simplification. Ideally, this enabler should serve as a guiding principle in addressing most of the challenges identified in this study.

The sound of (eco)silence. Greenhushing, informazione ESG ed omissione nel mercato finanziario*

SOMMARIO: 1. Sostenibilità, *marketing* e *reporting*: l'informazione come valore - 2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) *Greenwashing* - 3. Il *Greenhushing*: definizione e diffusione nel mercato finanziario - 4. Fondamenti operativi delle strategie di *greenwashing* nel mercato finanziario - 5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing* - 6. (segue) L'espansione della *climate change litigation*, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese - 7. L'impatto delle strategie di *greenhushing* sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell'investitore - 8. Riflessioni su possibili strategie di *policy* alla luce della normativa vigente - 9. Considerazioni conclusive.

1. *Sostenibilità, marketing e reporting: l'informazione come valore*

La letteratura di settore e l'evidenza pratica ben dimostrano come l'attenzione riservata da operatori di settore ed istituzioni comunitarie alle problematiche connesse alla sostenibilità nei mercati regolati abbia inciso orizzontalmente sull'assetto operativo di questi ultimi; la necessità, per le imprese, di integrare la sostenibilità nei propri modelli di *business* e nei processi produttivi è emersa ad esito di un duplice processo di "persuasione" esercitato, da un lato, da investitori che hanno manifestato un interesse sempre maggiore verso aziende e prodotti ecosostenibili e, dall'altro, dall'emersione di un eterogeneo *corpus* normativo in materia.

Contestualmente allo svilupparsi di tale processo di transizione, è emersa quale corollario (di natura squisitamente normativa) l'opportunità di introdurre regole che consentissero agli operatori di mercato di comunicare efficacemente al pubblico le iniziative intraprese in materia di sostenibilità, in buona parte quale risposta alle

* Il presente scritto sviluppa e rielabora una primigenia riflessione presente, con il titolo "Greenhushing di prodotti finanziari e informazione al mercato", in F. RIGANTI (a cura di), *Sostenibilità non finanziaria e mercati vigilati: regolatori, operatori e consumatori nella "galassia" ESG*, Torino, 2024. Esso costituisce, inoltre, parte di una più ampia riflessione condotta nel contesto del Progetto *Jean Monnet "Sustainability and Regulation in the European Union"* (ID:101127397), co-finanziato dal programma Erasmus+ della Commissione Europea.

strategie di *green marketing*¹.

Ciò – è bene sottolinearlo – non allo scopo di ridurre o disincentivare i riferimenti alla sostenibilità nell’ambito delle strategie di *marketing*: se, infatti, in prima approssimazione la stessa nozione di *green marketing* – o, in una prospettiva più ampia, di *sustainable marketing* – pare costituire una contraddizione in termini (posto che il *marketing* è, da sempre, associato allo stimolo dei processi di produzione e consumo, laddove la sostenibilità persegue obiettivi diametralmente opposti, volti a mitigare le dinamiche di *overconsumption*²), una lettura dicotomica in senso escludente della relazione tra *marketing* e sostenibilità rischierebbe di sottovalutare il ruolo significativo che il primo riveste quale strumento informativo all’interno dei mercati, nonché la capacità delle strategie di comunicazione commerciale di favorire un proficuo bilanciamento tra interesse sociale ed imprenditoriale³, coerentemente con i principi della *Corporate Social Responsibility*.

Il *marketing* assume, in tal senso, un ruolo essenziale per la promozione della sostenibilità nel mercato: mediante comunicazioni volte a sensibilizzare gli investitori sulle tematiche ESG, esso ne favorisce il processo di alfabetizzazione; al contempo, illustrando i vantaggi offerte dai prodotti ecosostenibili, un’efficace comunicazione al mercato promuove la *competition on the merits* tra gli operatori. Una dimensione *market-oriented* della sostenibilità, da ultimo, consente di delegare (pur parzialmente) il perseguimento dei *Sustainable Development Goals* al settore privato, smarcandosi dalla lettura

¹ Sul tema, *inter alia* e non limitatamente al dibattito intercorso nel mercato bancario e finanziario, G. MARCATAJO, *Trasparenza del mercato, tutela del consumatore e green washing*, in *JUS*, 2022, 184-229; A. DE FRANCESCHI, *Editorial: The Sustainability of Consumer and Market Law: Green Claims, Greenwashing and the Right to Repair*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2023, 12, 2, 45-48; F. BERTELLI, *I green claims tra diritti del consumatore e tutela della concorrenza*, in *Contratto e impresa*, 2021, 1. Più risalente, ma puntuale, la riflessione di F. RALDO, M. MELIS, *Green Marketing. Come evitare il greenwashing comunicando al mercato il valore della sostenibilità*, Milano, 2012.

² Imprescindibile, in tale contesto, un riferimento a J. SALZMAN, *Sustainable Consumption and the Law*, in *Environmental Law*, 1997, 27, 1243 ss. Più recentemente B. MÄIHÄNIEMI, *Manipulation into unsustainable consumer choices as exploitative abuse of dominance*, in *Market and Competition Law Review*, 2024, 8, 1.

³ J. GRANT, *Introduction: Sustainability, New Marketing and The Beautiful Coincidence*, in ID. (a cura di), *The Green Marketing Manifesto*, John Wiley & Sons Ltd, 2012, 1-16.

marcatamente istituzionalista – che a lungo ha caratterizzato l’approccio alla gestione delle esternalità socio-ambientali – e promuovendo un approccio valoriale al mercato⁴.

Pur con le dovute riserve connesse alla riconduzione del tema della sostenibilità all’interno di un’economia neoclassica quale quella propria del mercato finanziario, non vi è dubbio che un efficace processo di *commodification* dei prodotti ESG negoziati conferisca agli attori del mercato – nella prospettiva del regolatore pubblico – il ruolo di entità sub-politica⁵, funzionale alla promozione di comportamenti virtuosi presso gli investitori ed in grado di generare (pur all’interno di una strategia genuinamente imprenditoriale) benefici per il benessere pubblico, la società, e l’ambiente.

Il *sustainability marketing* integra, dunque, obiettivi di sviluppo sostenibile nella strategia aziendale e nei processi di circolazione dei prodotti. La funzione sociale si integra con la finalità commerciale, trasformando le caratteristiche dell’azienda in materia di sostenibilità in un vantaggio competitivo distintivo: del pari l’investitore, sensibilizzato dalla promozione degli elementi di sostenibilità caratterizzanti i prodotti offerti, non solo acquisisce maggiore consapevolezza delle problematiche ESG, ma trova anche motivazioni concrete per sostenere la propria scelta di investire in progetti imprenditoriali ecosostenibili.

Tutto questo vale in via generale per i mercati di consumo; tuttavia, tali effetti si amplificano all’interno dei mercati finanziari, nei quali i

⁴ G. OPPO, *Diritto dell’impresa e morale sociale*, in *Riv. dir. civ.*, 1992, I, 15 ss.; A. ANTONUCCI, *La responsabilità sociale e l’impresa bancaria*, in AA.VV., *Finanza impresa e nuovo umanesimo*, Bari, 2007, 175 ss.; G. CONTE, *La disciplina dell’attività d’impresa tra diritto, etica ed economia*, in AA.VV., *La responsabilità sociale dell’impresa*, Bari, 2009, 3 ss.; C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell’impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 171. V. BEVIVINO, *La responsabilità sociale delle imprese. Strumenti attuativi e rimedi*, Napoli, 2018; F. CAPRIGLIONE, *Clima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Torino, 2023.

⁵ Cfr. *ex multis* F. FIMMANÒ *Art. 41 della Costituzione e valori ESG: esiste davvero una responsabilità sociale dell’impresa?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2023, 5, 777 ss.; A. CERRATO, *Appunti per una “via italiana” all’ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, in *An. Giur. Economia*, 2022, 1, 63-114. Più risalente, ma altresì significativo in tema, G. ALPA, G. CONTE, *La responsabilità d’impresa*, Milano, 2015. Cfr. altresì F. CAPRIGLIONE, *Etica della finanza, mercato, globalizzazione*, Bari, 2004.

processi di circolazione dell'informazione rivestono tradizionalmente un ruolo essenziale e duplice, essendo la piena e trasparente informazione funzionale all'adeguata allocazione delle risorse economiche – riducendo le asimmetrie e neutralizzando gli squilibri (contrattuali o informativi) tipici del mercato finanziario⁶ – e al genuino esplicarsi dei meccanismi di *price discovery*. Non solo: se in generale la trasparenza e la disponibilità dell'informazione possono identificarsi come caratteristica proprie, *tout court*, di un mercato efficiente, l'elevata complessità e peculiarità dei prodotti oggetto di negoziazione nel settore finanziario rendono queste caratteristiche particolarmente rilevanti. Ciò, non foss'altro, perché il contratto a mezzo del quale si negozia un prodotto finanziario prevede il trasferimento immediato ed attuale di una somma di danaro da parte del risparmiatore avverso la titolarità, in suo favore, di una mera aspettativa, la cui realizzazione e “consolidamento” nel corrispondente diritto sono in parte rimessi al comportamento del soggetto che tale aspettativa dovrebbe soddisfare, in parte ad indici ed andamenti dei mercati di ardua prevedibilità⁷. È, dunque, evidente come sia proprio il concetto di “aspettativa d'investimento” – unitamente alla volontà a ridurre le distonie potenzialmente caratterizzanti la relazione *principal-agent* con il proprio intermediario di riferimento⁸ – a porre l'accento sulla necessità di basare le proprie scelte sulle informazioni che il mercato è in grado di trasmettere.

Naturalmente l'attenzione all'informazione non si giustifica esclusivamente alla luce dell'interesse a creare condizioni di efficienza allocativa nel mercato finanziario, ma anche in considerazione del

⁶ In tema A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in G. MOLLO (a cura di), *Quaderno Giuridico Consob - Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa*, ottobre 2015, 257 ss.; A. GENTILI, *Informazione contrattuale e regole dello scambio*, in *Riv. dir. priv.*, 2004, 561; A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003. Con riferimento alle implicazioni di tali forme di squilibrio dal punto di vista del ruolo del giudice P. CORRIAS, *Squilibri contrattuali e poteri del giudice*, in *An. Giur. Economia*, 2018, 2, 459-476.

⁷ Così R. COSTI, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1993, 720; v. altresì P. RESCIGNO, “Trasparenza” bancaria e diritto “comune” dei contratti, in *Banca borsa e tit. cred.*, pt. 1, 3, 1990, 297 ss.

⁸ D. ROSSANO, *La sostenibilità nella consulenza finanziaria* in Convegno “Sostenibilità. Finanza, Mercati, Ambiente”, Bari, 16-17 maggio 2024.

peculiare rilievo attribuito alla tutela del risparmio che in tale settore viene investito; interesse che, correttamente osservato⁹, assume duplice rilevanza sia come interesse privato dell'investitore – affinché, tramite l'operazione finanziaria, egli possa disporre nella maniera più idonea del proprio risparmio – sia nella prospettiva dell'interesse, di natura pubblicistica, del sistema economico complessivamente considerato, al buon funzionamento del mercato. Buon funzionamento che, pacificamente, oggi ricomprende nel proprio spettro la capacità del mercato di preservarsi in prospettiva dinamica ed intergenerazionale¹⁰. Naturalmente, la comunicazione – e la sua proiezione esterna riferibile al *marketing* – costituisce solo una parte del panorama informativo sul quale il funzionamento del mercato finanziario si fonda: medesime considerazioni possono operarsi, infatti, con riferimento a quegli obblighi di *reporting* che – sovente di più ardua comprensione per l'investitore, ed in particolare per i soggetti *retail* – risultano funzionali all'ottimale esercizio dei poteri di vigilanza, volti a coniugare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti con processi di sana e prudente gestione delle risorse¹¹.

2. La disinformazione in materia di sostenibilità, e la parzialità di un'indagine basata sul (solo) Greenwashing

Le considerazioni fin qui operate si pongono, pacificamente, alla base della ricca disciplina del dovere di informazione sugli strumenti finanziari prevista a carico degli operatori del mercato – la quale, quando riferita al rapporto di consulenza, individua il proprio referente primario nella figura dell'intermediario¹² – nonché delle disposizioni in

⁹ P. LUCANTONI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, 2011, Torino, 242.

¹⁰ G. LUCHENA, *Ambiente, diritti delle generazioni future ed etica della responsabilità*, in F. GABRIELE, A.M. NICO (a cura di), *La tutela multilivello dell'ambiente*, Bari, 2005, 203.

¹¹ Cfr. M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Padova, 2022, 63 ss.

¹² A. DI BIASE, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario nella prestazione dei servizi di investimento*, Bologna, 2023; F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011, 24; V. LEMMA, *Informazione finanziaria e tutela dei risparmiatori*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di) *I contratti dei risparmiatori*,

materia di trasparenza operanti nell'ambito dei fenomeni di *disclosure* che caratterizzano la *due diligence* degli operatori bancari e finanziari¹³, peraltro recentemente arricchitasi proprio con riferimento al tema della sostenibilità¹⁴.

In tali contesti, l'interazione tra disciplina dell'informazione nel mercato finanziario e comunicazioni circa la sostenibilità ambientale, sociale, e di *governance* (*Environmental, Social, and Governance Sustainability* - ESG) di prodotti e operatori, complice l'emersione di un numero sempre maggiore di *claims* in materia di sostenibilità, nonché alla luce della crescente attenzione nei confronti degli investimenti riconducibili al rispetto di fattori ESG, è stata analizzata primariamente con riferimento alla necessità di mitigare e contrastare i fenomeni di *greenwashing*.

Il termine, come noto, indica la condotta di un operatore che fornisca informazioni non corrette – ovvero non pienamente verificabili – in merito all'effettivo impatto ambientale o sociale della propria attività, al fine di ingenerare un'erronea rappresentazione nelle menti delle controparti e di promuovere la collocazione di prodotti asseritamente (ma non realmente) sostenibili presso il mercato¹⁵.

Milano, 2013, 259 ss.; I. SABBATELLI, *Educazione finanziaria e credito responsabile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016, 3, I, 282 ss.

¹³ A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.

¹⁴ Si fa riferimento, naturalmente, all'entrata in vigore della *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD o CS3D), Direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 13 giugno 2024, relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937 e il regolamento (UE) 2023/2859. sulla quale v. *ex multis* A. PACCES, *Civil liability in the EU Corporate Sustainability Due Diligence Directive Proposal: a law & economics analysis*, in *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 2023, n. 691; M. STELLA RICHTER, *Corporate Sustainability Due Diligence: noterelle semiserie su problemi serissimi*, in *Rivista delle società*, 2022, 714-725; R. NATOLI, *La responsabilità civile d'impresa nella proposta di Direttiva U.E. on Corporate Sustainability Due Diligence*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, marzo 2022, 1.

¹⁵ La prima formulazione compiuta della nozione si deve, come noto, a T. WAHIDA SHAHAN, *Green Washing: An Alarming Issue*, in *ASA University Review*, 2013, 7, 1, 81-88. In anni recenti, il fenomeno è stato oggetto di attenzione da ampia parte della dottrina. Cfr., T. RUMI, *La tutela del consumatore dalle asserzioni ambientali ingannevoli*, in *Jus civile*, 2022, 1408 ss.; D. BUSCH, *Sustainability Disclosure in the EU Financial Sector*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 2021, 70;

Il contrasto al *greenwashing* costituisce ormai un aspetto al centro della riflessione dottrinale ed istituzionale nel mercato finanziario: il tema è stato espressamente identificato quale priorità nell'ambito dell'azione delle autorità di supervisione e vigilanza¹⁶ e rappresenta il – più o meno esplicito – perno di buona parte degli interventi normativi operati nell'ultimo quinquennio sulla disciplina dei mercati finanziari¹⁷. La lotta al *greenwashing* è emersa, poi, al centro di una serie di spinte repressive – manifestatesi primariamente attraverso la *climate change litigation* – ad opera di attori della società civile¹⁸.

A fronte della grande attenzione rivolta al *greenwashing* risulta, di contro, allo stato marginale l'indagine circa i caratteri di un diverso fenomeno che con esso intrattiene un rapporto di stringente connessione (financo, si potrebbe dire, di co-dipendenza) e che risulta parimenti condizionato dalla proliferazione normativa osservatasi in materia di sostenibilità: si fa riferimento alla pratica del *greenhushing* (o *green-*

F. RIGANTI, *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2019, 2, 458 e ss; G. SCHNEIDER, *Per un approccio sostanziale alla finanza sostenibile: il greenwashing sotto la lente del rischio di condotta*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 222-276; G. STRAMPELLI, U. MALVAGNA, *Dichiarazione non finanziaria: il ruolo del collegio sindacale*, in www.dirittobancario.it, 2023; A. SCIARRONE ALIBRANDI, C. FRIGENI, G. SCHNEIDER, *Conduct Risk as a Possible Approach for Enhancing ESG-related Risks' Awareness and Management*, in K. ALEXANDER, M. GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024. Si consenta altresì un rinvio a A. DAVOLA, *Informativa in materia di prodotti finanziari sostenibili, tutela dell'investitore e contrasto al greenwashing: le criticità dell'assetto europeo tra norme primarie e disciplina di dettaglio*, in *Riv. dir. bancario*, 2022, III, 1, 515 e dottrina *ivi* richiamata.

¹⁶ Cfr. EIOPA, *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, EIOPA-BoS-24-159, 4 giugno 2024, in www.eiopa.europa.eu.

¹⁷ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

¹⁸ B. BALLAN, J. CZARNEZKI, *Disclosure, Greenwashing, and the Future of ESG Litigation*, in *Wash. & Lee L. Rev.*, 2024, 81, 545 ss.; già in precedenza J. SEZER, L.C. VANHALA, *Climate Change Litigation: A review of research on courts and litigants in climate governance*, in *Wiley Interdisciplinary reviews: climate change*, 2019; J. PEEL, H.M. OSOFSKY, *Climate Change Litigation*, in *Annual Review of Law and Social Science*, 16, 2020, 22-23.

hushing e, in alcuni contributi, *greenbleaching*¹⁹), termine che indica l’atteggiamento di quegli operatori finanziari che – per una pluralità di motivazioni oggetto di indagine nel prosieguo del lavoro – decidono di *non comunicare* le proprie caratteristiche di sostenibilità (ovvero la natura sostenibile dei prodotti da essi negoziati) al mercato.

Il *greenhushing* – pur muovendo da ragioni e perseguendo finalità differenti da quelle alla base dei fenomeni di *greenwashing* – si rivela parimenti idoneo ad incidere negativamente sul corretto sviluppo delle dinamiche del mercato finanziario, ostacolando i processi di ottimale allocazione dei prodotti.

A differenza del *greenwashing*, tuttavia, le condotte basate sul *greenhushing* sono di più complessa identificazione da parte dell’operatore pubblico e, soprattutto, ben più difficili da scongiurare attraverso azioni repressive basate sullo strumento regolatorio e sull’attività di vigilanza. Tutto questo, principalmente, alla luce del carattere “omissivo” del fenomeno.

Stante la ridotta attenzione finora dedicata al *greenhushing* e alle sue implicazioni per il mercato finanziario – ciò anche in considerazione delle difficoltà connesse a “mappare” l’entità e la diffusione del fenomeno²⁰ – le pagine che seguono saranno dedicate ad offrire, una panoramica in merito alla fenomenologia di tale strategia e ad identificarne le ragioni di emersione, per poi porre l’attenzione sugli effetti che questo è suscettibile di avere in termini di stabilità e sviluppo del settore. Da ultimo, si cercherà di comprendere se e come l’attuale disciplina in materia di informazione di sostenibilità sia in grado di contrastare il fenomeno – considerandosi altresì la possibilità di ricondurre il *greenhushing* all’interno dello spettro applicativo della disciplina in materia di *greenwashing*²¹ – e, conseguentemente, di riflettere circa future strategie di *policy* da prendere in considerazione.

¹⁹ V. *Greenwashing: l’SMSG chiede chiarimenti alle ESAs sulla definizione*, in dirittobancario.it, 20 gennaio 2023.

²⁰ V. *infra* par. 3, nonché il *Report IOSCO, Supervisory Practices to Address Greenwashing*, Dicembre 2023, in <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD750.pdf>.

²¹ Impostazione, ad esempio, suggerita dall’*Autorité des Marchés Financiers* in occasione delle sue *2022 Priorities for action*, consultabili in <https://www.amf-france.org/en/news-publications/publications/annual-reports-and-institutional-publications/2022-priorities-autorite-des-marches-financiers>.

3. *Il Greenhushing: definizione e diffusione nel mercato finanziario*

Come premesso, il concetto di *greenhushing* sorge in antitesi a quello di *greenwashing* e si riferisce alla “deliberata omissione, nei confronti di clienti e *stakeholder*, di informazioni relative alle pratiche di sostenibilità adottate dall'azienda”²². In altri termini, il fenomeno del *greenhushing* identifica la strategia adottata da quelle imprese che, nella definizione delle proprie strategie comunicative in materia di *Corporate Social Responsibility* (CSR) decidano di astenersi dal dichiarare di investire in attività sostenibili con lo scopo di evitare i problemi derivanti dai relativi obblighi di informazione.

Risulta di immediata evidenza come, rispetto al *greenwashing*, un simile comportamento si presenti foriero di criticità specifiche per la tutela dell'investitore, tipicamente riconducibili alle condotte omissive. Dal punto di vista dell'investitore, infatti, la differenza tra il mancato svolgimento di attività di CSR e una strategia di *greenhushing* è, nella pratica, impercettibile. Costui si trova, nei fatti, di fronte a due scenari che si presentano analoghi *ab externo*: da un lato, si pone la “posizione apatica” delle aziende che non sono, effettivamente, impegnate in pratiche di sostenibilità; dall'altro, di contro, emerge la “posizione reticente” di quelle imprese che, pur impegnandosi attivamente in iniziative sostenibili, optano per non darne comunicazione al pubblico²³.

²² Una prima formalizzazione della definizione è rinvenibile in X. FONT, I. ELGAMMAL, I. LAMOND, *Greenhushing: the deliberate under communicating of sustainability practices by tourism businesses*, in *Journal of Sustainable Tourism*, 2016, 70, pur essendo il termine parte della letteratura economica sin dal 2008: cfr. C. MARTENS, *Greenhushing... Schhhhh*, consultabile su www.kommunikationsforum.dk. Il fenomeno era stato, peraltro, identificato anche con la locuzione “*reverse greenwashing*”: v. E. LANE, *Green Marketing Goes Negative: The Advent of Reverse Greenwashing*, in *European Journal of Risk and Regulation*, 2012, 3. Nella riflessione domestica, il tema è – pur incidentalmente – richiamato in A. GENOVESE, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2024; e in R. LENER, P. LUCANTONI, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1, 6 ss.

²³ La distinzione si deve alla formulazione fornita in A. ETTINGER, S. GRABNER-KRÄUTER, S. OKAZAKI, R. TERLUTTER, *The Desirability of CSR Communication versus Greenhushing in the Hospitality Industry: The Customers' Perspective*, in *Journal of Travel Research*, 2021, 60, 3, 618–638. Sulle problematicità che ciò comporta già in termini di inquadramento della liceità del fenomeno, v. SFDR, senza

Tale ambiguità percettiva sottolinea la complessità insita nella trattazione del fenomeno, nonché le sue potenziali implicazioni sul piano della comunicazione e sul comportamento degli operatori del mercato. Tutto questo, specialmente in un contesto nel quale la crescente pressione esercitata dagli *stakeholder* e dalle istituzioni sembra, di contro, tendere verso la ricerca di imprese che mostrino (e comunichino) una spiccata consapevolezza ambientale e conducano le proprie attività secondo principi di responsabilità sociale, perseguendo il cd. successo sostenibile²⁴.

Sebbene, di primo acchito, potrebbe sembrare inverosimile che un operatore attivamente impegnato in strategie di *Corporate Social Responsibility* ometta di comunicarle al mercato, l'evidenza empirica mostra come tale comportamento sia riscontrabile con sempre maggiore frequenza da parte di imprese che, nell'ambito di un esercizio commerciale, raggiungano effettivamente i *target* di sostenibilità previsti in sede di pianificazione²⁵. Inoltre, nonostante le prime manifestazioni di strategie di *greenhushing* siano rinvenibili al di fuori del mercato finanziario, in anni recenti è stato possibile osservarne la crescente emersione altresì in tale contesto: analisi condotte sui registri e sui *report* documentali resi da parte dei grandi operatori del mercato finanziario hanno evidenziato una graduale riduzione di riferimenti a concetti quali l'*ESG Investing* o il *Climate Investing*, in favore di formule più generiche dal punto di vista della riferibilità alla sostenibilità – quali, ad esempio, la nozione (peraltro sovente utilizzata impropriamente) di “rischio di transizione”²⁶. Del pari, si osserva una crescita nel numero di soggetti – *in primis*, organismi d'investimento

chiarezza sugli investimenti sostenibili la categoria 9 diverrà vuota e la 8 inutile, in www.esgnews.it, 17 marzo 2023.

²⁴ Cfr. IBM, *Meet the 2020 consumers driving change Why brands must deliver on omnipresence, agility, and sustainability*, in <https://www.ibm.com/downloads/cas/EXK4XKX8>, 2020. Cfr. altresì D. STANZIONE, *Il “successo sostenibile” dell'impresa socialmente responsabile*, Universitas Studiorum, 2021; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2024, 1, 19 ss.

²⁵ *The New Phenomenon of Eco-Silence: Greenhushing*, in www.redinvention.sm, 2024, 3

²⁶ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise as backlash against ESG grows: 'It's like an unhealthy marriage'*, in <https://www.fn london.com/articles/greenhushing-esg-fund-marketing-names-20240325>, 25 marzo 2024.

collettivo e fondi – che preferiscono evitare di utilizzare, nell’ambito della propria denominazione, acronimi quali “fondo ESG”, “fondo ad impatto” *et similia*²⁷, arrivando persino a rinunciare ad un acronimo utilizzato in precedenza²⁸.

Tutto ciò considerato non dovrebbe sorprendere che il *greenhushing* sia divenuto in tempi recenti oggetto di attenzione da parte di diversi gruppi di *stakeholder*, tanto da vedersi identificato come “problematico al pari del *greenwashing* per un corretto sviluppo del mercato finanziario”²⁹.

Se, tuttavia, a livello di prassi di mercato la tendenza a ridurre i riferimenti ai propri *sustainability commitment* da parte degli operatori sembra difficilmente confutabile – anche alla luce della linea operativa pubblicamente espressa dai vertici di rilevanti società di investimento³⁰ – più complesso (e financo controintuitivo alla luce della stabile centralità della sostenibilità nelle preferenze d’investimento *retail* e *sophisticated*³¹) si rivela comprendere i motivi alla base di tale scelta.

4. *Fondamenti operativi delle strategie di greenwashing nel mercato finanziario*

Come premesso, la scelta di non trasmettere informazioni circa le iniziative intraprese in materia di sostenibilità alla platea dei propri potenziali investitori appare *ictu oculi* difficilmente comprensibile.

²⁷ Sulla disciplina dei fondi ESG, si vedano *inter alia* D. ABATE, F. BONARDI, *Fondi di investimento: rischi di sostenibilità e disclosure nelle indicazioni di vigilanza ESMA*, in *Diritto Bancario, Attualità*, giugno 2022. In merito alla riduzione del numero di fondi “brandizzati” ESG, cfr. lo studio condotto da *Morning Star Direct*, richiamato in H. BIODI, N. PUCCI, *ESG Funds Bleed Less Money in Q2 2024*, in www.morningstar.com, 8 agosto 2024.

²⁸ Cfr., per l’anno 2023, N. PRATT, *Greenhushing impacting private markets’ ESG activity*, in www.funds-europe.com, 22 marzo 2024.

²⁹ J. BARRET, *Companies ‘greenhushing’ to avoid scrutiny of climate goals, Asic says*, in www.theguardian.com, 5 giugno 2023; cfr. Altresì EUROPEAN BANKING FEDERATION, *Clarifying greenwashing to prevent greenhushing*, in www.ebf.eu, 26 aprile 2023.

³⁰ J. PITCHER, A. RAMKUMAR, *Step Aside, ESG. BlackRock Is Doing ‘Transition Investing’ Now*, in www.wallstreetjournal.com, 3 marzo 2024.

³¹ Cfr. D. COSTA, M. GENTILE, N. LINCIANO, *Interesse verso gli investimenti sostenibili. Un esercizio di caratterizzazione degli investitori italiani sulla base delle indagini CONSOB*, in *Quaderni di Finanza Sostenibile Consob*, novembre 2022.

Questo, anche considerando come sia pacifico che l'emergere dei fenomeni di *greenhushing* non possa derivare da una scarsa risposta di mercato rispetto ai prodotti finanziari sostenibili: gli studi sulle preferenze di investimento appaiono, allo stato, solidi nell'indicare un interesse marcato per i prodotti *ESG-oriented* da parte degli investitori *retail*³².

Tuttavia, un'analisi più approfondita delle dinamiche del mercato finanziario consente di individuare una pluralità di ragioni a sostegno di tale scelta, le quali possono ricondursi – di solito congiuntamente – al contesto competitivo ed istituzionale di riferimento: il *greenhushing* rappresenterebbe, in un certo senso, una risposta strutturale alla crescente attenzione da parte degli attori istituzionali e degli *stakeholders' group* nei confronti del *greenwashing*.

La proliferazione di casi di *greenwashing* nel mercato finanziario avrebbe, infatti, generato un clima di diffidenza generalizzata nei confronti dei *claim* di sostenibilità: si presume, in altri termini, che le imprese tendano, quale proprio *modus operandi*, a sovra-enfatizzare le loro pratiche sostenibili nelle comunicazioni al mercato e agli investitori (si noti incidentalmente come tale processo appare, in larga parte dovuto proprio alla marcata - e ragionevole – attenzione riservata dalle autorità di vigilanza al fenomeno³³).

La descritta situazione determinerebbe una sorta di paradosso comunicativo per il quale le imprese che scelgono di dichiarare apertamente i propri risultati in termini di sostenibilità sono anzitutto consapevoli di esporsi, nel fare ciò, ad un esame minuzioso da parte dei diversi *stakeholder*, tra i quali rientrano le autorità di vigilanza ma, al contempo, anche operatori quali le associazioni dei consumatori, le organizzazioni non governative e financo i mezzi di informazione riferibili alla stampa specialistica e generalista³⁴. La comunicazione

³² CREDIT SUISSE RESEARCH INSTITUTE, *The green consumer and a path to sustainability*, febbraio 2022.

³³ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing. Response to the European Commission's request for input on "greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies"*, ESMA36-287652198-2699, 4 giugno 2024, in www.esma.europa.eu.

³⁴ Indicativo, in questo senso, è il *report* elaborato dall'*European Banking Authority* EBA, *Greenwashing Monitoring And Supervision*, EBA/REP/2024/09, in www.eba.europa.eu, 2024, il quale evidenzia che "As a whole (all companies, sectors and regions), the total number of alleged cases of misleading communication on ESG

delle proprie caratteristiche di sostenibilità implica per l'impresa una condizione di sovra-esposizione la quale, a sua volta, comporta il rischio, in caso di mancata *compliance* con la disciplina di settore, di essere etichettati come *greenwasher*, con conseguenze pregiudizievoli in termini di riscontro sia economico, sia reputazionale.

Sebbene a ciò potrebbe obiettarsi, prosaicamente, che un'impresa che si limiti a comunicare le proprie attività senza mentire o alterare strategicamente le informazioni fornite non dovrebbe avere nulla da temere, una tale considerazione non terrebbe in adeguata considerazione la difficoltà (più volte osservata in dottrina e dagli operatori del mercato³⁵) di identificare nell'attuale quadro normativo in materia di informativa di sostenibilità al mercato – riconducibile principalmente al Regolamento sull'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, al Regolamento Tassonomia e alle relative discipline di dettaglio³⁶ nonché alla già menzionata CS3D – dei parametri oggettivi attraverso i quali organizzare le comunicazioni circa la natura ESG e l'impatto in termini di sostenibilità dei prodotti negoziati³⁷.

related topics reported by stakeholders continued to rise in 2023 – by 21.2% (2119 alleged cases in 2023 vs 1749 in 2022)". Cfr., in merito, altresì A. GAMPHER TAKACS, *Stakeholders to Supplement Agency Greenwashing Efforts*, www.bloomberglaw.com, 6 novembre 2023.

³⁵ I. MACNEIL, *ESG as a case-study in legal uncertainty*, in *Butterworths Journal of International Banking and Financial Law*, 2024, 39, 6, 406-409; P. SEELE, L., GATTI, *Greenwashing revisited: in search of a typology and accusation-based definition incorporating legitimacy strategies*, in *Business Strategy and the Environment*, 2015, 26, 2, 239-252.

³⁶ Rispettivamente, Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, PE/87/2019/REV/1, GU L 317 del 9 dicembre 2019; e Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088, PE/20/2020/INIT GU L 198 del 22 giugno 2020. Per una panoramica in merito alla disciplina delineata dai due Regolamenti, sia sufficiente su tutti un rinvio a S. GRÜNEWALD, G. FERRARINI, D. BUSCH (a cura di), *Sustainable Finance in Europe Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, Palgrave Macmillan, ed. 2024.

³⁷ *Inter alia* cfr. A. MALEVA-OTTO, J. WRIGHT, *New ESG Disclosure Obligations*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 2020; T. ECKETT, *SFDR 'opens door' to greenwashing*, in www.efstream.com, 2021; M. OCH, *The EU Taxonomy Regulation and the prevention of greenwashing*, in K. ALEXANDER, M.

L'ampio (e spesso disarmonico) novero di interventi di *hard* e *soft law* in materia di sostenibilità caratterizzanti l'ultimo quinquennio, funzionale a promuovere un rapido processo di transizione del mercato finanziario verso i *Sustainable Development Goals*, ha infatti comportato il determinarsi di una condizione di mercato pluralismo di fonti operanti a diversi livelli; queste, tuttavia, non appaiono (ancora) coerenti nella loro struttura, ovvero dettagliate in modo da poter esercitare una funzione conformativa e prescrittiva³⁸.

Tra i temi emersi in dottrina, in tal senso, sia sufficiente rinviare alla pluralità di contributi che hanno messo in luce la presenza di definizioni non chiare e, talvolta, contraddittorie, nella normativa di settore (tanto da dover richiedere processi di revisione stretto giro rispetto alla loro approvazione)³⁹, ovvero l'assenza di un patrimonio di dati sufficientemente ampio e consolidato da permettere di identificare con certezza le soglie necessarie a qualificare una determinata attività come sostenibile⁴⁰.

Tutto questo tenendo in considerazione, in aggiunta, come la solidità dei *claim* di sostenibilità sconti evidenti difficoltà in termini di "futuribilità" degli stessi⁴¹.

Esito congiunto della presenza di un ampio riferimento alle tematiche ESG e alla sostenibilità quale criterio guida dell'attività imprenditoriale, di un ridotto livello di chiarezza delle norme che a tali principi fanno riferimento e, da ultimo, di un mercato rischio reputazionale connesso alla loro violazione, sarebbe una sorta di

GARGANTINI, M. SIRI (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance: Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024.

³⁸ M.C. REALE, *Comunicare l'impegno per l'ambiente: le nuove regole europee contro il greenwashing*, in *Sociologia del diritto*, 2024, 51, 1, 101 ss. Sulle criticità del rapporto tra *soft law* e *governance* del mercato bancario e finanziario si veda, già in precedenza, M. RABITTI, *Soft Law e Governance: i fallimenti del mercato e l'esperienza dell'arbitro bancario finanziario*, in M. NUZZO (a cura di), *Il principio di sussidiarietà nel diritto privato*, vol. I, Torino, 2014, 623 – 645.

³⁹ Si fa riferimento, *in primis*, alla proposta di revisione della SFDR. Cfr. E. ROCCA, *Classificazione prodotti su categorie di sostenibilità*, in *IlSole24Ore – Norme&Tributi*, 26 giugno 2024, 175.

⁴⁰ P. PEARS, T. BAINES, O. WILLIAMS, *Greenwashing: Navigating the Risk*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 24 giugno 2023.

⁴¹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, in <https://ssrn.com/abstract=4733765>, 9 agosto 2024, 4.

chilling effect sugli operatori.

Di fronte all'incertezza circa la possibilità di qualificare chiaramente un proprio prodotto come *sustainable*, anche operatori virtuosi preferiscono non esporsi: essi forniscono dichiarazioni *minimal* al mercato (e, al più, si limitano a quanto strettamente richiesto dalle disposizioni imponenti vincoli di *reporting* o dalle normative basate sul *comply or explain*⁴²); ciò al fine di scongiurare il rischio di possibili valutazioni difformi ad opera delle autorità di supervisione o in sede di *litigation*, le quali avrebbero un significativo impatto sulle prospettive di profitto dell'impresa nel medio e lungo periodo⁴³. In tal modo, gli operatori prevengono i rischi reputazionali derivanti da comunicazioni circa attività asseritamente sostenibili e rivelatesi poi, ad avviso dell'autorità pubblica, infondate o non sufficientemente chiarite.

Un altro elemento – in parte connesso a quanto appena evidenziato – alla base della scelta di ricorrere a strategie di *greenhushing* si riscontrerebbe negli elevati costi che le imprese intenzionate a comunicare al mercato le proprie iniziative in materia di sostenibilità dovrebbero sostenere al fine di rendere i propri *claims* “oggettivamente verificabili e riconoscibili” per il mercato; ciò (proprio per tutelarsi avverso possibili rischi di *litigation*), ad esempio, affidandosi a *third parties certificate providers* in grado di asseverare i loro *ESG score*⁴⁴ o di svolgere – e certificare – il loro *sustainability reporting*⁴⁵. In questo senso, il costo relativo alla *compliance* necessaria per rendere l'informazione resa al mercato “oggettivamente verificabile” attraverso dei *certification-scheme* sarebbe talmente elevato da rendere

⁴² V. HO, *Comply or explain and the future of nonfinancial reporting*, in *Lewis & Clark L. Rev.*, 2017, 21, 317 ss. Evidenziano i limiti del *comply-or-explain approach* altresì G. BERGER-WALLISER, P. SHRIVASTAVA, *Beyond compliance: Sustainable development, business, and proactive law*, in *Geo. J. Int'l L.*, 2014, 46, 417 ss.

⁴³ ESMA, *The financial impact of greenwashing controversies*, ESMA50-524821-3072, 19 dicembre 2023, in www.esma.europa.eu.

⁴⁴ Il costo di *compliance* rappresenta, in questo senso, un tema particolarmente critico, il quale è stato sollevato in generale in merito alle nuove normative sui *green claim*: cfr. O. BALCH, *BrandWatch: Consumers win with EU's Green Claims Directive, but marketers fear 'greenhush' fallout*, in <https://www.reuters.com/sustainability/boards-policyregulation/>, 2024.

⁴⁵ F. PFLÜCKE, *The limits of consumer law in pursuing sustainability*, in *Research Handbook on Sustainability and Competition Law*. Edward Elgar Publishing, 2024, 302-319.

economicamente inefficiente un investimento in tal senso da parte dell'operatore.

Appare agevole osservare, alla luce di quanto evidenziato, come le ragioni alla base del *greenhushing* possano risultare differenti a seconda che si considerino gli incentivi per operatori di maggiori o minori dimensioni: per quanto riguarda i primi, il rischio di possibili *litigation* a causa dell'elevato scrutinio pubblico sulle loro azioni – e il conseguente impatto reputazione di un'eventuale giudizio in termini di *greenwashing* sul loro operato – sembra rappresentare il fattore principale per mitigare la propria comunicazione; tra gli operatori minori, invece, il costo di *compliance* con i vincoli in materia di comunicazione e *sustainable reporting* costituisce un elemento da tenere in primaria considerazione⁴⁶.

5. I rischi derivanti dalla diffusione del *greenhushing*

Nonostante la crescente consapevolezza circa la rilevanza del tema, una compiuta analisi delle implicazioni normative del *greenhushing* rappresenta allo stato un'ingombrante assenza all'interno del dibattito in materia di trasparenza e sostenibilità nel mercato finanziario. Questa lacuna può, intuitivamente, giustificarsi in considerazione delle oggettive difficoltà connesse alla mappatura di un fenomeno che, per sua natura, si caratterizza per un'azione “in negativo” – derivando da un comportamento omissivo da parte degli operatori.

Non a caso, gli studi finora condotti sul *greenhushing* si sono basati essenzialmente su indici indiretti, analizzando la condotta di quei soggetti che hanno espunto i riferimenti alla sostenibilità dalla denominazione dei propri prodotti, cercando di desumerne le motivazioni attraverso strategie di indagine qualitativa⁴⁷. Alla luce di ciò, ben può spiegarsi anche la maggiore attenzione dedicata dalle autorità di vigilanza a comportamenti “attivi” e più agevolmente rilevabili, quali il *greenwashing*.

Nondimeno, una riflessione sui rischi specifici connessi al *greenhushing* consente di mettere in luce le criticità del fenomeno,

⁴⁶ A. BOUNDS, *Companies count the cost of compliance with green regulation*, in www.financialtimes.com, 16 maggio 2024.

⁴⁷ K. MCGACHEY, *Greenhushing on the rise*, cit. 5.

nonché il suo potenziale (e significativo) impatto in termini di corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Se, infatti, si potrebbe in prima approssimazione pensare che il danno al mercato derivante dalla diffusione del *greenhushing* sia più labile rispetto a quello causato dal *greenwashing*, posto che il primo non si traduce in un pregiudizio diretto alla sostenibilità del mercato (la sostenibilità del prodotto ovvero dell'attività è, infatti, presente ed intatta, pur non venendo tale caratteristica comunicata agli investitori), ciò non implica che l'impatto sistemico di una diffusione di tale strategia sia meno rilevante, o che essa non comporti conseguenze in termini di consapevolezza nelle scelte di investimento.

Innanzitutto, le strategie di *greenhushing* impediscono ad un potenziale investitore di identificare e valorizzare adeguatamente all'interno dei propri processi di scelta i prodotti che presentano caratteristiche di sostenibilità, manifestando le proprie preferenze: l'assenza di una chiara indicazione circa la natura ESG di un prodotto determina, infatti, quale sua necessaria conseguenza il fatto che l'investitore si concentrerà, nella propria scelta d'investimento, su altre caratteristiche dei prodotti a sua disposizione, o ne prediligerà altri. Ciò potrebbe portare, in ipotesi, l'investitore a preferire prodotti *brown* caratterizzati da un migliore (o anche dal medesimo) rapporto rischio/rendimento – posto che, *prima facie*, entrambi apparirebbero non *ESG-oriented*.

Del pari, non può escludersi che un investitore interessato a promuovere processi sostenibili nell'ambito della propria attività di investimento si trovi – alla luce della mancata informazione fornitagli – a preferire un diverso prodotto, pure *dark* o *light green*, che abbia un apporto in termini di rendimento/sostenibilità peggiore di quello *greenhushed*.

In questo senso è evidente che il *greenhushing*, come qualsiasi strategia che riduca l'informazione al mercato, ha un impatto in termini di efficienza allocativa dei prodotti all'interno dello stesso, incidendo sulla piena e consapevole scelta dell'investitore.

A ciò si ricollega un ulteriore aspetto problematico, concernente il potenziale danno arrecato dal *greenhushing* al mercato nel suo complesso in termini di *competition on the merits* e di processo di transizione.

Il *greenhushing* infatti risulta – al pari del *greenwashing* – idoneo ad

alterare il panorama competitivo nell’offerta di prodotti finanziari, sia con riferimento alla posizione che l’impresa *greenhusher* assume rispetto ad altri operatori che comunicano apertamente le proprie caratteristiche di sostenibilità sia (persino) rispetto a quelle imprese che si trovino a praticare strategie di *greenwashing*, senza tuttavia essere scoperte e sanzionate⁴⁸.

Si noti, ancora una volta, come nonostante tale esito possa apparire “antieconomico” (implicando la mancata comunicazione un sostanziale vantaggio competitivo per i concorrenti del *greenhusher*), una simile strategia potrebbe nondimeno risultare conveniente per un operatore; ciò alla luce, ad esempio, del rapporto esistente tra la perdita attesa in termini di collocamento del prodotto ed i costi connessi all’asseveramento delle proprie attività in materia *ESG* ad opera di un soggetto terzo, ovvero in relazione alla necessità di prevenire le possibili (e difficilmente prevedibili) spese relative ad una potenziale *climate litigation*.

Risulta evidente, tuttavia, come analizzare tale strategia di mercato, apparentemente inefficiente, esclusivamente nell’ottica di un problema di natura concorrenziale non costituisca una soluzione soddisfacente: nelle ipotesi richiamate (ma, più in generale, ogniqualvolta si assista ad una strategia di *greenhushing*) non ci si trova di fronte ad una mera inefficienza organizzativa, bensì ad un vero e proprio *concealing* strategico. Limitarsi a questa prospettiva ometterebbe dunque di considerare che una dinamica genuinamente concorrenziale all’interno di un mercato – e, dunque, la *competition on the merits* – non rappresenta solo una condizione di profittabilità per gli operatori all’interno dello stesso, ma altresì un requisito strutturale per il benessere generale della collettività e – in particolare nel caso del mercato finanziario – per lo sviluppo economico e sociale.

Un diverso – ma parimenti significativo – rischio connesso al *greenhushing* è rappresentato poi dagli effetti di tale strategia in termini di progressiva marginalizzazione degli attori della società civile (e, più in generale, degli attori diversi dalle autorità di supervisione) impegnati nella valutazione delle politiche imprenditoriali di sostenibilità: il *greenhushing*, rendendo l’informazione di sostenibilità indisponibile al

⁴⁸ S. ALIKHAN, *Greenhushing: How will it impact sustainability efforts in financial services?*, in www.finextra.com, 13 maggio 2024.

mercato, riduce la capacità di monitoraggio da parte di esponenti della società civile e delle organizzazioni non governative, che attualmente rappresentano i soggetti più attivi nel controllo delle pratiche di sostenibilità e i quali rivestono notoriamente un ruolo centrale nello sviluppo dei processi di *co-governance* tipici della *stakeholders' theory*⁴⁹. In assenza di una percezione chiara circa le attività sostenibili portate avanti dalle imprese, diventa infatti più complesso per questi gruppi intraprendere azioni di contrasto e sensibilizzazione. Ne deriva che, in presenza strategie di *greenhushing*, il controllo sulle attività di un'impresa ovvero in merito alle caratteristiche dei prodotti negoziati nei mercati regolati verrà demandato esclusivamente alle autorità di vigilanza, con conseguente riduzione della capacità del sistema di promuovere il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità.

6. (segue) *L'espansione della climate change litigation, e il suo impatto sulla promozione delle attività sostenibili ad opera delle imprese*

Il fenomeno del *greenhushing* non può essere pienamente compreso senza considerare la centralità assunta, in un contesto più ampio, dalla *litigation* in materia di sostenibilità: in anni recenti, casi di “dichiarazioni fuorvianti” circa i prodotti ESG ad opera di attori operanti nel mercato finanziario⁵⁰ hanno contribuito a creare un clima di generale cautela tra gli investitori maggiormente attenti alla sostenibilità dei prodotti negoziati nei confronti delle proprie controparti; tale diffidenza, inoltre, si è tradotta in un maggiore attivismo giudiziale, nonché nello sviluppo di veicoli di gestione collettiva del contenzioso climatico, quali i modelli di *litigation*

⁴⁹ P. CÂMARA, *The Systemic Interaction Between Corporate Governance and ESG*, in P. CÂMARA, F. MORAIS (a cura di), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*. Palgrave Macmillan, 2022, 3-40,

⁵⁰ Cfr. B. WEBSTER, *ExxonMobil accused of 'greenwashing' over carbon capture plan it failed to invest in*, in www.theguardian.com, 31 marzo 2024; altresì M. ADAMS, *High Court decision on \$125 million fine for Volkswagen is a warning to all greenwashers*, in www.theconversation.com, 12 novembre 2021; con riferimento al settore finanziario, US SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, *Deutsche Bank Subsidiary DWS to Pay \$25 Million for Anti-Money Laundering Violations and Misstatements Regarding ESG Investments – Press Release*, 2023-194, in <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2023-194>, 25 settembre 2023.

*funding*⁵¹. Per comprendere l'entità e il tasso di crescita della *climate change litigation* sia sufficiente evidenziare come, dei circa 2.600 casi di controversie in materia climatica riscontrati a livello globale dai primi anni 2000 (di cui circa il 1800 a partire dal 2015 – anno in cui è stato adottato l'Accordo di Parigi) il 9% sia stato presentato nel solo anno 2023; inoltre, più del 70% di questi casi vedono la partecipazione in qualità di soggetti promotori di ONG, rappresentanti della società civile, ovvero combinazioni di questi ed altri attori⁵².

Questi dati evidenziano una netta tendenza in aumento del contenzioso legato alle dichiarazioni in materia di sostenibilità, della quale certamente le imprese debbono tener conto nel momento in cui decidano o meno di rilasciare dichiarazioni promozionali⁵³, nonché l'acquisizione di un ruolo che potremmo definire di “quasi-vigilanza” da parte degli esponenti della società civile.

È importante sottolineare, inoltre, che la *ESG litigation* in questo ambito può assumere diverse forme: analizzando i casi dell'ultimo quinquennio si spazia, ad esempio, dalle azioni intraprese da investitori che lamentano perdite finanziarie dovute a rappresentazioni fuorvianti sulle caratteristiche ESG dei prodotti⁵⁴ (e, dunque, collocandosi nel perimetro della valutazione circa l'adeguato esercizio delle funzioni di direzione da parte dei vertici) a quelle intentate da organizzazioni ambientaliste che contestano la veridicità delle affermazioni aziendali in materia di sostenibilità evidenziandone l'impatto su diversi gruppi di *stakeholders*, in opposizione ed indipendentemente dal conseguimento di un profitto da parte degli investitori. Come premesso, una parte

⁵¹ Cfr. N. RUNYON, *How litigation funding drives progress in the ESG agenda*, in www.thomsonreuters.com, 29 giugno 2023; cfr. altresì J. SETZER, C. HIGHAM, A. JACKSON, J. SOLANA, *Climate Change Litigation and Central Banks*, in *European Central Bank Legal Working Paper Series*, 2021, 21.

⁵² J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation: 2024 snapshot*, in www.lse.ac.uk, giugno 2024.

⁵³ Cfr. L. KOTZÉ, B. MAYER, H. VAN ASSELT, J. SETZER, F. BIERMANN, N. CELIS, et al., *Courts, climate litigation and the evolution of earth system law*, in *Global Policy*, 2024, 15, 5–22.

⁵⁴ V. la sentenza della Corte federale di giustizia tedesca del 27 giugno 2024 - cd. *Katjes*, BGH I ZR 98/23. In merito cfr. B. GSELL, S. MEYER, *How to Combat 'Greenwashing' – Comment on the decision of the German Federal Court of Justice of June 27, 2024 – BGH I ZR 98/23 on misleading advertisement of climate neutrality*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2025, 1, 27 ss.

considerevole di questo contenzioso coinvolge istituzioni bancarie e finanziarie, riflettendo da un lato il ruolo centrale che queste svolgono nella transizione verso un'economia sostenibile e, al contempo, la grande attenzione nei confronti di questi soggetti da parte della comunità⁵⁵.

In questo contesto non sorprende dunque che il *greenhushing* possa emergere come risposta difensiva da parte delle imprese, disposte a limitare la propria comunicazione in materia di sostenibilità per ridurre l'esposizione a potenziali contenziosi. La suddetta strategia, pur comprensibile dal punto di vista della gestione del rischio legale, rischia tuttavia di compromettere il raggiungimento degli obiettivi di trasparenza e di promozione degli investimenti sostenibili.

In questo senso, le strategie di *greenhushing* – sottraendo allo scrutinio pubblico la valutazione delle politiche di sostenibilità di un'impresa – si prestano poi ad avere un effetto di complessiva riduzione dello *stakeholders engagement*, rafforzando la tendenza – da parte degli organi deputati alla *governance* – a privilegiare lo *shareholderism* nell'attività societaria; in tal modo, il *greenhushing* ostacola quella rilettura in ottica neo-istituzionalista della gestione imprenditoriale e dell'obiettivo sociale dell'impresa la quale rappresenta, come sovente evidenziato in dottrina⁵⁶, un aspetto strutturalmente connesso al raggiungimento di modelli di *governance sostenibile*.

È fondamentale considerare, da ultimo, che l'utilizzo di *claim* ESG – e, più in generale, la comunicazione in materia di sostenibilità, altresì

⁵⁵ J. SETZER, C. HIGHAM, *Global trends in climate change litigation*, cit., 19-20.

⁵⁶ V. P. MONTALENTI, *Impresa e sostenibilità - Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giurisprudenza Italiana*, 2024, 5, 1195 ss.; cfr. altresì R. ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2021; A. GENOVESE, *La gestione ecosostenibile dell'impresa azionaria. Fra regole e contesto*, Bologna, 2023; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss.; M. SEPE, *Sviluppo, sostenibilità e sana e prudente gestione in ambito finanziario*, in M. PASSALACQUA (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, Padova, 2021, 69 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, I, 1 ss. Critico in merito E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Rivista delle Società*, 2022, 1.

in sede di *due diligence* – non rappresenta solo una strategia di *marketing*, costituendo un “segnale” anche per le autorità di vigilanza: la scelta di qualificare un prodotto come *green* o sostenibile opera quale presupposto per l’attivazione di una serie di vincoli normativi che, in un contesto di crescente attenzione normativa e istituzionale, favoriscono controlli più approfonditi e frequenti.

Ciò ha un duplice effetto: da un lato, permette di identificare e verificare con maggiore l’efficacia la qualità della *performance* dell’operatore in termini di sostenibilità⁵⁷; dall’altro, consente all’operatore pubblico di acquisire informazioni circa le *best practice* e gli *standard* di sostenibilità rinvenibili in un determinato settore, o con riferimento a determinati prodotti. Tale funzione è, invero, essenziale in un settore in via di definizione come quello della finanza sostenibile, in quanto consente di acquisire dati funzionali ad un ottimale sviluppo della normativa e delle conseguenti prassi di vigilanza⁵⁸.

7. L’impatto delle strategie di greenhushing sullo sviluppo del quadro normativo in materia di finanza sostenibile e sulla tutela dell’investitore

Come sottolineato, rispetto al già attenzionato caso del *greenwashing* il danno cagionato dal *greenhushing* si presenta più sottile e meno immediatamente percepibile; questo, tuttavia, non rende tale strategia meno significativa nella prospettiva della creazione di un quadro normativo in materia di finanza sostenibile utile a garantire un elevato livello di tutela degli investitori.

In aggiunta a quanto finora evidenziato, si noti come il *greenhushing* giochi un ruolo determinante sul delicato confine esistente tra disciplina positiva (*de lege lata*, e *ferenda*) e *industry best practices*, nonché sul processo di “mutuo arricchimento” tra le due – alterandone significativamente i termini di bilanciamento; un’interazione che, notoriamente, è identificata come essenziale nei settori di frontiera

⁵⁷ V. ESMA, *Final Report on Greenwashing*, cit., e documenti ivi citati.

⁵⁸ Cfr. D. ZETZSCHE, M. UNTERSTELL, R. BUCKLEY, D. ARNER, *Datafication of Sustainable Finance*, in *UNSW Law Research Paper*, 2024, 24-19. V. inoltre, *infra*, par. 7.

come quello della finanza sostenibile⁵⁹.

Se gli operatori di mercato optano per strategie di *concealment*, il legislatore si troverà privato di informazioni cruciali per tarare adeguatamente i propri *benchmark* normativi (quali, ad esempio, i *Regulatory Technical Standard* e i *Technical Screening Criteria* essenziali per l'applicazione del Regolamento Tassonomia e della *Sustainable Finance Disclosure Regulation*) per le comunicazioni da rendere al mercato ovvero, *de relato*, per determinare il contenuto degli obblighi informativi in materia di sostenibilità incombenti sugli intermediari – i quali, come noto, risultano altresì essenziali al fine di valutarne l'adeguata diligenza professionale⁶⁰. Il rischio concreto, in un contesto nel quale il legislatore è strutturalmente relegato ad una posizione di *information-taker* come quello della finanza sostenibile⁶¹, è quello di innescare una “corsa al ribasso” nella definizione degli *standard* di sostenibilità, frutto di una comunicazione viziata dal silenzio degli operatori virtuosi, con conseguenze pregiudizievoli per

⁵⁹ V. COLAERT, *The Changing Nature of Financial Regulation: Sustainable Finance as a New EU Policy Objective*, in *Common Market Law Review*, 2022, 6, 59, 1669-1710;

G. FERRARINI, *Sustainable Governance and Corporate Due Diligence: The Shifting Balance Between Soft Law and Hard Law*, in P. Câmara, F. Morais, F. (a cura di) *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Palgrave Macmillan, 2022, 41-57; M. BODELLINI, *Tra principi generali e standards internazionali di soft law: la disciplina europea sulla finanza sostenibile e l'inizio di una nuova stagione per il 'Brussels effect'?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2023, 3, 338; F. RIGANTI, *L'impresa bancaria nella transizione sostenibile: principi e problemi*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2022, 1, pp: 315-326; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. 3 al n. 1, 83 ss. In prospettiva più ampia, sul tema, si veda D. SICLARI, *Evoluzioni della funzione di vigilanza sui mercati finanziari: controllo da parte di organismi di diritto privato e potere sanzionatorio*, *ibidem*, 95 ss.; nonché, per una panoramica sul ruolo degli interventi di *soft law* nel diritto dei mercati finanziari, già M. PELLEGRINI, *Autoregolazione e controllo*, in ID. (a cura di), *Elementi di diritto pubblico dell'economia*, Padova, 2012.

⁶⁰ Il tema è, naturalmente, oggetto di ampia indagine in dottrina. Per tutti, v. recentemente M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE, *Manuale di Diritto Bancario e Finanziario*, Padova, 2024, 647-692 e riferimenti *ivi* presenti.

⁶¹ Cfr. H. AHLSTRÖM, D. MONCIARDINI, *The Regulatory Dynamics of Sustainable Finance: Paradoxical Success and Limitations of EU Reforms*, in *J Bus Ethics*, 2022, 177, 193–212.

l'intero sistema.

Inoltre, sebbene non si possa parlare di un danno diretto nei confronti dell'investitore paragonabile a quello derivante da una proposta mendace tipica del *greenwashing*, è evidente come il *greenhushing* si presti comunque ad incidere significativamente sul processo di scelta di quest'ultimo: in presenza di un interesse verso prodotti sostenibili - sempre più diffuso tra gli investitori *retail* e istituzionali - la mancata conoscenza ovvero informazione circa l'esistenza di alternative *green* è, intuitivamente, idonea a compromettere la possibilità da parte di questi ultimi di effettuare scelte pienamente informate e coerenti con le proprie preferenze.

Nella medesima prospettiva, il *greenhushing* manifesta i propri effetti negativi anche sul piano dell'educazione finanziaria: la mancata o ridotta comunicazione delle caratteristiche ESG dei prodotti finanziari riduce la consapevolezza generale circa la rilevanza dello sviluppo sostenibile ed ostacola la capacità del mercato finanziario di creare effetti di rete positivi sia al proprio interno, sia sui mercati a valle sui quali si esercita la sua leva; si tratta di un aspetto particolarmente rilevante considerando il ruolo cruciale che l'alfabetizzazione finanziaria in materia di sostenibilità riveste nel processo di transizione ecologica⁶².

Il concorrere di questi aspetti rischia, in ultima analisi, di minare la capacità del mercato finanziario di evolvere verso un sistema improntato alla sostenibilità: se (parte de)i prodotti *green* presenti sul mercato non sono promossi come tali, è ragionevole ipotizzare che un minor numero di essi verrà collocato efficacemente presso gli investitori. Inoltre, se i *benchmark* di sostenibilità si attestano su indici più bassi a causa della mancanza di informazioni, nel lungo periodo si assisterà a una riduzione del numero di prodotti sostenibili immessi sul mercato o, comunque, ad un disallineamento tra le potenzialità dell'industria e quanto normativamente richiesto.

⁶² M. DE POLI, *L'educazione finanziaria nella prestazione dei servizi di investimento*, in P. MORO, M. POMINI (a cura di), *Etica ed educazione finanziaria*, Milano, 2023; A. LANZAVECCHIA, L. SERAFIN, *Educazione finanziaria e sostenibilità*, *ibidem*; C. MAZZOLI, *Aspetti comportamentali nelle decisioni economiche-finanziarie e nelle scelte per la finanza sostenibile*, Bologna, 2023; M. COSSU, *Delle scelte di investimento dei Post-Millennials e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1253 ss.

Il *greenhushing* ostacola la costruzione di un sistema basato su informazioni chiare e la conseguente formazione di una diffusa consapevolezza sulla qualità dei prodotti finanziari sostenibili negoziati. Ciò compromette la trasparenza del mercato, fondamentale per il suo corretto funzionamento e per la tutela degli investitori, sia in prospettiva di preservazione dei processi di scelta individuale, sia con riferimento ai processi di definizione delle politiche istituzionali.

Esito di tutto ciò è la possibilità di prospettare un potenziale fallimento di mercato in termini di corrispondenza tra l'interesse delle imprese a ridurre la propria esposizione a contenziosi e costi operativi, e quello dei soggetti orientati verso scelte d'investimento sostenibile.

Per ipotesi, paradossalmente, una marcata diffusione delle strategie di *greenhushing* potrebbe portare a una situazione in cui, nonostante la crescente richiesta di prodotti finanziari sostenibili e la loro effettiva presenza sul mercato, la capacità di incontro tra domanda e offerta risulti artificialmente limitata.

In prospettiva è importante osservare come – alla luce delle principali ragioni identificate alla base delle condotte di *greenhushing* – una simile tendenza sia suscettibile di esacerbarsi (piuttosto che ridursi) ulteriormente alla luce del progressivo arricchimento dei requisiti normativi in materia di sostenibilità nel settore bancario e finanziario (ma non solo⁶³) e dell'affastellarsi di interventi di periodica revisione dei *corpora vigenti*⁶⁴.

Nella proliferazione delle iniziative normative in materia di *sustainable finance* si intravede, dunque, un effetto deterrente (o – utilizzando un termine volto a contrapporlo al concetto di *nudge*

⁶³ A titolo esemplificativo, si consideri la proposta di Direttiva UE 2024/825 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 28 febbraio 2024 che modifica le direttive 2005/29/CE e 2011/83/UE per quanto riguarda la responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell'informazione, GU L, 2024/825. Per un commento alla disciplina, v. J. LUZAK, *Proposal for Green Claims Directive*, in *Recent developments in European Consumer Law*, 14 aprile 2023; altresì D. ROSSANO, *Il fenomeno del greenwashing alla luce delle recenti evidenze empiriche. La proposta di direttiva green claims*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2023, 601 ss.

⁶⁴ Cfr. *Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* del 18 giugno 2024, JC 2024, 06; nonché EBA, *Guidelines on the management of environmental, social and governance (ESG) risks*, 8 gennaio 2025, EBA/GL/2025/01.

tipicamente riconosciuto alle politiche di sostenibilità – di *sludge*⁶⁵) nei confronti della promozione delle iniziative di sostenibilità.

Il rischio è, in ultima analisi, che l'eccessiva complessità degli obblighi informativi, unitamente al timore di incorrere in sanzioni (economiche e reputazionali) per inadempimenti formali e ai costi connessi ad assicurare una *compliance* della disciplina vigente, scoraggino gli operatori dal comunicare le proprie iniziative di sostenibilità al mercato.

8. *Riflessioni su possibili strategie di policy alla luce della normativa vigente*

L'analisi condotta ha evidenziato come lo sviluppo di un sistema efficace nel contrastare il *greenhushing* rappresenti una sfida complessa per il corretto funzionamento del mercato finanziario, alla luce delle peculiarità e dei particolari rischi connessi al fenomeno.

Le strategie di occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità nei confronti del mercato, pur apparentemente meno dannose rispetto a quelle basate su comunicazioni “attive” fuorvianti (*id est*, il *greenwashing*) rischiano di compromettere i processi di efficace allocazione dei prodotti finanziari e di ostacolare il processo di transizione del settore verso un'economia più sostenibile.

Giova, a questo punto, interrogarsi brevemente sulle strategie utilizzabili al fine di contrastare tale pratica.

A questo scopo (e considerando le peculiarità e le ragioni alla base della scelta di non comunicare le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti) un'indagine condotta alla luce dell'analisi economica del diritto suggerisce anzitutto che un operatore sarà incentivato a comunicare le proprie iniziative di sostenibilità – ovvero a promuovere come sostenibili i prodotti e i servizi offerti – ogniqualvolta i benefici attesi da tale comportamento superino i rischi e i costi potenziali relativi a tale opzione strategica.

⁶⁵ Con riferimento al rapporto tra *nudge*, *sludge* e sostenibilità cfr. S. VERNILE, *L'ambiente come “opportunità”. Una riflessione sul contributo alla tutela ambientale da parte del “secondo” e del “quarto settore” tra greenwashing, economia circolare e nudge regulation*, in *Il diritto dell'economia*, 2022, 3. In generale sul tema C. SUNSTEIN, *Sludge. What Stops Us from Getting Things Done and What to Do about It*, MIT Press. 2021.

È possibile, sulla base di questa intuitiva considerazione, formalizzare la strategia imprenditoriale come di seguito riportato.

Nel valutare se comunicare o meno le proprie iniziative di sostenibilità (e, eventualmente, con quale grado di dettaglio farlo) un operatore considererà, da un lato, il potenziale profitto derivante dall'attrazione di nuovi investitori interessati a prodotti sostenibili; dall'altro, egli dovrà tener conto di una serie di costi, fissi e variabili. I primi faranno principalmente riferimento alle spese necessarie per far asseverare le proprie dichiarazioni da soggetti imparziali, che possano certificarne la veridicità (ad esempio, le agenzie di *ESG rating*), e saranno tanto più elevanti quanto più saranno stringenti i vincoli derivanti dalla normativa di settore; i costi variabili, invece, deriveranno dal rischio di incorrere in sanzioni qualora le dichiarazioni rese al mercato siano considerate *greenwashing*, dalla probabilità che tali sanzioni siano effettivamente comminate (elemento direttamente connesso alla chiarezza delle disposizioni in materia di vincoli di informazione e *due diligence*) e dai danni reputazionali potenzialmente derivanti da controversie legate alle affermazioni sulla sostenibilità dei propri prodotti e servizi.

Da ciò deriva che un operatore comunicherà apertamente le proprie attività sostenibili (innescando, tra l'altro, una competizione virtuosa all'interno del mercato e promuovendo processi di scelta consapevole presso gli investitori) solo qualora ritenga che i benefici potenziali in termini di riscontro presso il mercato superino la somma dei suddetti costi e rischi.

Tutto questo porta, di conseguenza, ad interrogarsi sull'opportunità di un approccio *market-oriented* alla disciplina della comunicazione resa nei confronti degli investitori, il quale non si limiti ad identificare il contenuto degli obblighi di informazione nella prospettiva del soggetto ricevente, ma che possa incidere positivamente sul valore complessivo degli elementi in gioco per il professionista.

Al contempo, è fondamentale tenere in costante considerazione la distinzione tra le finalità perseguite dalle informazioni fornite per scopi primariamente riconducibili alla vigilanza (supervisione e *reporting*) e quella delle comunicazioni destinate al pubblico o alla clientela (scelta consapevole dell'investitore e *marketing*); posto che, come già

evidenziato in dottrina⁶⁶, queste categorie di informazioni rispondono a esigenze diverse, esse devono presentare un livello di dettaglio adeguato al proprio destinatario⁶⁷, coerentemente con le specificità del contesto comunicativo considerato.

In questo senso, – e guardando ad esempio alla struttura delineata dal già menzionato Regolamento sull’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari – si potrebbe ripensare l’attuale disciplina dell’informazione “multicanale” generalista così come attualmente delineata dagli articoli 7, 8, 10, 11 e 13 del Regolamento 2019/2088, riconsiderando il livello di dettaglio richiesto ad alcuni tipi di comunicazione che, per loro natura, dovrebbero avere un carattere di maggiore genericità (ad esempio le informazioni disponibili sui siti *web* dei partecipanti ai mercati finanziari⁶⁸); ciò in favore, di contro, di meccanismi che garantiscano la disponibilità di un più elevato grado di specificità “su richiesta”: ad esempio, si potrebbe ipotizzare l’accoglimento di soluzioni che attribuiscono all’investitore un vero proprio “diritto di accesso” circa le caratteristiche di sostenibilità dei prodotti presenti nel proprio portafogli d’investimento. Tutto questo al fine di garantire agli operatori una più agevole gestione dei costi connessi alla comunicazione generalista circa le caratteristiche di sostenibilità dei propri prodotti (nonché, incidentalmente semplificando l’informativa nei confronti dell’investitore – e scongiurando fenomeni di *overload*⁶⁹).

⁶⁶ A. GENOVESE, *La comunicazione d’impresa*, cit., 5; cfr. altresì M. LIBERTINI, *La comunicazione pubblicitaria e l’azione delle imprese per il miglioramento ambientale*, in *Giur. comm.* 2012, 3, 331 ss.

⁶⁷ Ampiamente in tema M. PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *L’ordinamento finanziario italiano*, 2010, Padova, 808 ss.; D. MAFFEIS, *Forme informative, cura dell’interesse ed organizzazione dell’attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 587; L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford, 2015. Con riferimento alla comunicazione in materia di sostenibilità, v. ESMA, *Final Report Guidelines on Enforcement of Sustainability Information*, ESMA32-992851010-1600, in www.esma.europa.eu, 5 luglio 2024.

⁶⁸ V. art. 10 reg. 2019/2088.

⁶⁹ V. in tema, V.H. HO, *Disclosure Overload? Lessons for risk disclosure & ESG reporting reform from the regulation S-K- concept release*, 2020, in *Villanova Law Review*, 65-133; D. BEERBAUM, J. PUASCHUNDER, *A behavioral economics approach*

Sembra, poi, opportuno, che a tale processo di semplificazione si accompagni una precisa opzione normativa volta ad identificare l'illiceità delle strategie di *greenhushing*. Il legislatore comunitario, del resto, non è nuovo alle criticità connesse alla volontà, da parte dei professionisti, di tenere le proprie controparti ignare di aspetti significativi dei prodotti oggetto di negoziazione: si pensi all'articolo 7 della Direttiva 2005/29/CE dell'11 maggio 2005 relativa alle *pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori*) il quale, nel disciplinare il fenomeno delle pratiche ingannevoli di tipo omissivo, sancisce l'illiceità di tutte quelle ipotesi nelle quali il professionista ometta di fornire informazioni rilevanti di cui il consumatore medio avrebbe bisogno – considerando le specificità del contesto d'acquisto - per compiere una scelta consapevole, inducendo (o potendo potenzialmente indurre) quest'ultimo ad assumere una decisione che non avrebbe altrimenti preso⁷⁰.

In tal senso, due sono gli aspetti rilevanti da tenere in considerazione. Il primo è il fatto che la disposizione *de qua* non distingue tra informazioni “positive” o “negative” in merito al prodotto: non rileva, in altri termini, che l'informazione omessa abbia ad oggetto pregi ovvero difetti del prodotto che il soggetto decide di acquistare, ma esclusivamente la sua idoneità potenziale ad incidere sulla scelta d'acquisto. Tale caratteristica si presta a disciplinare le ipotesi di *greenhushing*, andando a superare le già menzionate incertezze circa l'opportunità di punire un comportamento che non comporti un danno immediato e diretto per il consumatore.

In secondo luogo, il riferimento al fatto che le informazioni rilevanti debbano essere identificate guardando “alle specificità del contesto di

to sustainability reporting, in www.ssrn.com, 2019. Si consenta altresì un riferimento a A. DAVOLA, *Bias cognitivi e contrattazione standardizzata: quali tutele per i consumatori*, in *Contratto e Impresa*, 2017, 2, in part. 652 ss.

⁷⁰ In materia di pratiche sleali omissive cfr. *ex multis* E. MINERVINI, L. ROSSI CARLEO (a cura di), *Le pratiche commerciali sleali. Direttiva comunitaria ed ordinamento italiano*, Milano, 2007; G. HOWELLS, H.-W. MICKLITZ, T. WILHELMSSON, *European Fair Trading Law. The Unfair Commercial Practices Directive*, Routledge, 2016; S. WEATHERILL, U. BERNITZ (a cura di), *The Regulation of Unfair Commercial Practices under EC Directive 2005/29*, Hart, 2007. Si noti, inoltre, come l'art. 7 comma 2 preveda il medesimo trattamento qualora le informazioni, pur fornite, siano presentate in modo oscuro, incomprensibile, ambiguo ovvero intempestivo.

acquisto” consentirebbe di tracciare un parallelo significativo tra il comportamento di un soggetto che attui una strategia di *greenhushing* e le indicazioni espresse dalle proprie controparti in fasi preliminari del processo di investimento – quali, ad esempio, le preferenze manifestate in occasione della compilazione del questionario MiFID⁷¹ - suscettibili di operare quali elementi di contesto utili per valutare il comportamento (ed eventualmente accertare la responsabilità) del professionista.

Il combinarsi di questi elementi rende, in ultima analisi, la disciplina in materia di omissioni ingannevoli (ovvero, in ipotesi, lo sviluppo di una normativa di analogo tenore per il settore finanziario, magari sfruttando l’intercorrente processo di revisione della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*) uno strumento particolarmente adatto ad applicarsi alle mancate comunicazioni in materia di sostenibilità: analogamente a quanto previsto nel settore del diritto dei consumi, infatti, si potrebbe considerare illecita la mancata comunicazione circa le caratteristiche di sostenibilità di un prodotto finanziario ogniqualvolta una specifica informazione omessa risulti idonea ad alterare il comportamento del consumatore (*rectius*, dell’investitore) medio⁷².

Dal punto di vista formale, una siffatta soluzione appare, anzitutto, prospettabile sulla base dell’apertura che l’articolo 13 comma 1 del Regolamento 2019/2088 opera ad altre disposizioni operanti in funzione integrativa⁷³, nonché alla luce della pacifica applicabilità della

⁷¹ Si veda, in merito, M. LEMBO, *Servizi di investimento e sostenibilità ESG: il nuovo assetto normativo alla luce della più recente disciplina comunitaria*, in *Diritto del Commercio Internazionale*, 2023, 1, 63 ss.; S. DIGREGORIO, F. GABBRICCI, *Il consumatore sostenibile e il contrasto al greenwashing*, in M. RABITTI, F. BASSAN (a cura di), *Il consumatore: responsabile, attivo, partecipativo*, Roma TrE-Press, 2024, 43; M. RISPOLI FARINA, *La sostenibilità nei servizi di investimento*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2024, 3; D. VARANI, D. LUNETTA, D. DI MARTINO, *ESG: impatti sulla prestazione dei servizi di investimento*, in www.dirittobancario.it

⁷² Cfr. F. PALAZZINI, “Greenwashing” nelle comunicazioni pubblicitarie e la rilevanza come atto di concorrenza sleale, in *Rivista giuridica dell’ambiente*, 2021, 4; D. GUARNERI, *Pratiche commerciali sleali e dichiarazioni ambientali: la sottile linea verde tra pratiche ecologiche virtuose e greenwashing*, in E. RAFFAELLI (a cura di), *XV Conferenza. Antitrust fra diritto nazionale e diritto dell’Unione europea*, Bruylant, 2023, 401 ss.

⁷³ Per vero, potrebbe altresì ritenersi che il disposto di cui all’art. 13, facendo riferimento alla “disciplina di settore più stringente” – e richiamando alle Direttive 2009/65/CE, 2014/65/UE 2016/97/UE e al Regolamento n. 1286/2014 – dovrebbe

Direttiva sulle pratiche commerciali sleali al settore dei servizi finanziari, così come previsto dal *Considerando* 8 della medesima (si noti, incidentalmente, come la stessa ESMA abbia – non a caso – identificato recentemente la Direttiva 2005/29 tra i principali plessi normativi di riferimento ai fini del contrasto al *greenwashing*⁷⁴). Si tratta, da ultimo, di una scelta che potrebbe risultare particolarmente opportuna alla luce del rapido processo di sviluppo che sta investendo la disciplina delle pratiche sleali in materia di sostenibilità, recentemente arricchitasi anche in seguito all’approvazione della cd. Direttiva *Green Claims*⁷⁵.

In una prospettiva sostanziale, inoltre, introdurre la possibilità di valutare le condotte di *greenhushing* alla stregua di omissioni ingannevoli consentirebbe un vaglio specifico della rilevanza dell’informazione omessa in termini di incidenza sul comportamento economico dell’investitore: in questo modo, sarebbe dunque possibile operare una valutazione attenta alle esigenze dell’investitore caso concreto, riducendo il rischio relativo a fenomeni di sovra-deterrenza che potrebbero determinarsi qualora si ricorresse, di contro, a formulazioni “*boilerplate*” volti a punire genericamente qualsiasi omissione di informazioni in materia di sostenibilità, indipendentemente dall’impatto (effettivo o potenziale) di questa sul processo di investimento.

aprire esclusivamente all’applicazione di normative in materia di contratti del mercato finanziario. Tale interpretazione, tuttavia, pare infrangersi contro la pluralità di disposizioni presenti nel Codice del Consumo le quali, nei fatti, già disciplinano aspetti relativi ai contratti di investimento, inducendo ad accogliere un’interpretazione estensiva della nozione di “disciplina di settore” come riferibile a tutte quelle ipotesi nelle quali le norme di interesse siano applicabili all’interazione tra professionista e investitore. Con riferimento ad alcune ipotesi di integrazione – da parte del Codice del Consumo – di disposizioni del Testo Unico (quali quelle in tema di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori) v. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Bologna, 2023 (XII ed.); R. TORINO, *I contratti finanziari conclusi mediante l’internet*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, ed in particolare in E. GABRIELLI, R. LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino 2004.

⁷⁴ ESMA, *Final Report on Greenwashing*, Allegato 2, “*Legal provisions relevant to the supervision of greenwashing*”.

⁷⁵ Direttiva 2024/825/UE *sulla responsabilizzazione dei consumatori per la transizione verde mediante il miglioramento della tutela dalle pratiche sleali e dell’informazione*.

Questo approccio andrebbe inoltre ad integrare (ed arricchire) il principio del *comply or explain* già previsto dal Regolamento sull’informativa di sostenibilità⁷⁶, promuovendo una comunicazione proattiva degli effetti positivi in termini di sostenibilità dei prodotti finanziari: se, infatti, si analizza il sistema attualmente delineato dalla *Sustainable Finance Disclosure Regulation*, emerge con evidenza come il principio del *comply or explain* sottenda una logica “direzionale” – vincolare l’operatore a fornire spiegazioni qualora il prodotto finanziario offerto non tenga in considerazione gli impatti negativi in materia ambientale – che, tuttavia, non riesce a disciplinare efficacemente le ipotesi in cui il soggetto offra un prodotto che, pur avendo un impatto positivo in termini di sostenibilità (e che dunque, secondo una lettura critica della normativa vigente, andrebbe a qualificarsi quantomeno come prodotto *light green ex art. 8* del Regolamento 2019/2088), e sia dunque tale da non determinare l’attivazione dei vincoli di *explain*, venga comunque presentato come avente un impatto in termini di sostenibilità minore di quello che effettivamente ha.

Da ultimo, si consideri il fatto che prospettare un’applicazione estensiva della disciplina in materia di omissioni ingannevoli rispetto all’ipotesi di un autonomo intervento novativo permetterebbe di aggirare il problema – sicuramente di non scarso rilievo pratico – connesso ad un processo di revisione a stretto giro di una pluralità di *corpora* normativi in materia di finanza sostenibile: quest’ultima soluzione implicherebbe infatti (nel migliore dei casi) una duplice revisione della normativa in materia di *sustainable disclosure*, e di quella sulla *sustainable due diligence*. Di contro, la disciplina di cui alla Direttiva 2005/29 potrà applicarsi, indipendentemente dal contesto di esecuzione della comunicazione, ogniqualvolta il soggetto destinatario possa essere identificato come consumatore; in altri termini, come soggetto agente al di fuori di uno scopo professionale (ipotesi riferibile anche all’investitore *retail*⁷⁷).

⁷⁶ A. LAFARRE, E. VERHOEFF, *European Regulation of Sustainable Finance and Investor Sustainability Duties: Measuring is Knowing?*, in *Banking and Financial Law Review*, 2023, 39, 2, 255-280.

⁷⁷ Invero, il rapporto tra i contratti finanziari e la disciplina prevista nel Codice del Consumo – specialmente per quanto riguarda il regime degli obblighi informativi, stante l’esclusione disposta dall’art. 47 cod. cons. – non è facilmente decifrabile in via

A tutto voler concedere non può invero negarsi, in una prospettiva di lungo periodo, come la soluzione in questa sede prospettata non tolga valore alla più volte evidenziata necessità di sviluppare criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità, consentendo agli operatori del mercato di comunicare con maggiore sicurezza le proprie iniziative, riducendo l'incertezza legata ai rischi reputazionali e legali connessi alla qualificazione dei propri prodotti come sostenibili e, al contempo, favorendo l'affermarsi di *best practices* imprenditoriale utili a contenere i costi per gli operatori⁷⁸.

Certamente, a fronte ai rischi connessi a *greenwashing* e *greenhushing*, sviluppare delle *policy* in grado di raggiungere un bilanciamento efficace tra le due tendenze non è semplice; si noti, tuttavia, come – indagando il “minore dei due mali” – potrebbe addirittura sostenere che il rischio di falsi positivi nella comunicazione al mercato (e, dunque, di *greenwashing*) sia in via di principio preferibile al rischio di falsi negativi (*id est*, di *greenhushing*) in quanto decisamente più monitorabile da parte di autorità di vigilanza e *stakeholder*⁷⁹.

Coerentemente, ed in controtendenza rispetto all'approccio finora tenuto dalle istituzioni dell'Unione, non può escludersi che l'optare per una normativa meno onerosa in termini di *compliance* per gli operatori, affidando all'attività di *enforcement* (da intendersi in senso ampio, e

generale, e costituisce tema di dibattito in dottrina. In merito, v. A. GENOVESE, *Pratiche commerciali scorrette e offerta di servizi di investimento*, in C. GIUSTOLISI (a cura di) *La direttiva Consumer Rights. Impianto sistematico della Direttiva di armonizzazione massima*, Roma, 2017. Con riferimento alla posizione assunta in merito dalla Commissione europea, cfr. le riflessioni operate in occasione della *procedura di infrazione* 2013/2169/Just del 18 ottobre 2013, ai sensi dell'art. 260 del TFUE, avente ad oggetto proprio la scorretta applicazione ed esecuzione della direttiva 2005/29/UE e, in particolare, della regola della *lex specialis* ivi contenuta per il coordinamento tra la disciplina a carattere generale e le normative specifiche di settore. V., in particolare, le riflessioni presenti in M. CAPPAL, *La repressione delle pratiche commerciali scorrette nei mercati regolati: cosa aspettarsi dalla Corte di giustizia?*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2017.

⁷⁸ Il tema è stato ampiamente sollevato con riferimento al ruolo dei *Regulatory Technical Standards* del Regolamento Tassonomia. In merito, v. N. GARCIA-TOREA, M. LUQUE-VÍLCHEZ, P. RODRÍGUEZ-GUTIÉRREZ, *The EU Taxonomy, sustainability reporting and financial institutions: understanding the elements driving regulatory uncertainty*, in *Accounting Forum*. Routledge, 2024.

⁷⁹ S. PENG, S. TAN, S. ZHOU, *Regulating Greenwashing*, *cit.*, 10.

dunque ricomprendendosi sia l'attore pubblico, sia quello privato) il compito di operare un vaglio critico delle informazioni fornite, possa rappresentare nel lungo periodo una strategia maggiormente efficace per disciplinare l'informativa di sostenibilità.

Ciò, anche con lo scopo di favorire una maggiore "dinamicità" nella circolazione dei dati disponibili in materia di prodotti sostenibili e nell'identificazione delle soglie di qualificazione dei prodotti ESG, nonché una migliore responsabilità del sistema agli sviluppi intercorsi nel mercato e in termini di competitività.

9. Considerazioni conclusive

Le riflessioni svolte evidenziano come il fenomeno del *greenhushing* rappresenti una problematica di rilievo – allo stato, non sufficientemente affrontata – per il corretto svilupparsi di un mercato finanziario sostenibile.

Se il silenzio normativo nei confronti di tali strategie potrebbe apparire *prima facie* meno problematico rispetto alla necessità di contrastare le più note pratiche di *greenwashing*, bisogna tuttavia considerare che le strategie basate sull'occultamento delle informazioni relative alla sostenibilità rischiano, non meno delle dichiarazioni mendaci, di compromettere l'efficienza allocativa dei prodotti finanziari, il corretto dispiegarsi dei processi competitivi, e la tutela dell'investitore nel compimento di scelte consapevoli⁸⁰.

Allo scopo di scongiurare questi rischi, emerge l'opportunità di accogliere un approccio al tema della *disclosure* di sostenibilità che, andando oltre la mera repressione dei *claim* non veritieri, possa considerare altresì le peculiarità del *greenhushing*. In tal senso, se nel lungo periodo lo sviluppo di criteri chiari e oggettivi per la validazione dei *claim* di sostenibilità rappresenta certamente un presupposto ineludibile per il contrasto sia del *greenwashing* che del *greenhushing*, nel breve periodo è di interesse l'opportunità di estendere il concetto di omissione ingannevole – accolto e consolidato presso la normativa consumeristica – anche alle ipotesi di omissione di informazioni rilevanti in materia di prodotti finanziari sostenibili, riconoscendo come il silenzio circa un elemento (financo positivo, quale la riconducibilità

⁸⁰ V. IOSCO, *Supervisory Practices to Address Greenwashing*, 14.

di un prodotto o di un'attività a criteri di sostenibilità) possa rivelarsi tanto rilevante quanto un'affermazione mendace ai fini della decisione d'investimento. Oltre a quanto già evidenziato in precedenza⁸¹, una simile lettura pare coerente anche con la consolidata interpretazione dei doveri d'informazione "attiva" dell'intermediario ai sensi del *Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria* e della giurisprudenza in materia⁸².

A prescindere dalla strategia che si voglia preferire, è indubbio che le diverse opzioni percorribili dovranno riuscire a bilanciare efficacemente l'esigenza di informare esaustivamente gli investitori in merito alle caratteristiche ESG dei prodotti negoziati ed i costi che l'attuale regime comporta per le imprese che vogliono comunicare al mercato le proprie iniziative in tema di sostenibilità. Solo raggiungendo un equilibrio tra le diverse variabili in gioco sarà infatti possibile creare un contesto in cui le imprese siano incentivate a promuovere i profili di sostenibilità relativi a prodotti e servizi offerti, contribuendo alla costruzione di un mercato finanziario capace di orientare i processi di investimento verso il perseguimento di istanze di sviluppo sostenibile.

⁸¹ V. *supra* par. 8.

⁸² *Ex multis* F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Giuffrè, 2004; A. DOLMETTA, *La violazione di "obblighi di fattispecie" da parte di intermediari finanziari*, in *I contratti*, 2008, 1; A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le sezioni unite*, in *Contratti*, 2008 F. IUDICA, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Milano, 2011. Con riferimento alla giurisprudenza recente, v. Cass. civ., ord. n. 18293 del 27 giugno 2023; Cass. civ. n. 3914 del 16 febbraio 2018, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 1011, con nota di D. SANTARPIA, *Il danno da informazioni inesatte nella prestazione di servizi di investimento.*; Cass. civ. n. 7288 del 13 marzo 2023, in www.dirittobancario.it.

Il controverso rapporto tra regolazione sulla sicurezza *ex ante* e responsabilità *ex post* nella nuova direttiva sulla responsabilità per il danno da prodotto difettoso*

SOMMARIO: 1. L'evoluzione del rapporto nel tempo – 2. Il *New Legislative Framework* della UE e i costi della regolazione a carico delle istituzioni pubbliche e a carico delle imprese – 3. La riforma della direttiva sulla responsabilità per il danno da prodotto difettoso – 4. La regolazione preclude l'attribuzione di responsabilità? (le implicazioni della sentenza della CGUE nel caso *James Elliott Construction*)

1. L'evoluzione del rapporto nel tempo

La responsabilità civile per i prodotti difettosi e la regolamentazione amministrativa della sicurezza dei prodotti sono due strumenti che servono a regolare il mercato. Sono complementari, ma non esattamente equivalenti dal punto di vista funzionale¹. Entrambi svolgono una funzione di deterrenza, mentre la funzione di riparazione è svolta principalmente dalla responsabilità civile.

L'uno compensa le carenze dell'altro, con modalità che sono variate nel tempo. La loro interazione è stata oggetto di diverse analisi in letteratura, a partire da uno studio controverso in cui Shavell e Polinski sostenevano che sarebbe stato più efficace sostituire completamente il costoso sistema della responsabilità civile con quello della regolazione amministrativa².

Gli Autori affermarono, sulla base di uno studio fondato esclusivamente sul sistema giuridico statunitense, che la regolazione *ex ante* e le spinte del mercato (in primo luogo le questioni reputazionali) assolvono efficacemente la funzione di deterrenza, mentre la funzione

* L'autore è professore associato di Diritto privato, Università del Piemonte Orientale, Italia.

¹ F. CAFAGGI, *A Coordinated Approach to Regulation and Civil Liability in European Law: Rethinking Institutional Complementarities*, in F. CAFAGGI (a cura di), *The Institutional framework of European Private Law*, Oxford, 2006, 191.

² A. M. POLINSKY, S. SHAVELL, *The Uneasy Case for Product Liability*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 123, n. 6, 2010, 1437. Gli autori affermano: «[f]or every dollar that victims of product accidents receive through the liability system, average legal expenses incurred by victims and injurers exceed a dollar».

risarcitoria propria della responsabilità civile sarebbe praticamente annullata dai costi legali e dai risarcimenti erogati dalle assicurazioni pubbliche e private. Le aspre critiche e l'approfondito dibattito che lo studio ha acceso negli Stati Uniti hanno avuto eco anche in Europa³.

Storicamente, la responsabilità civile è nata molto prima della regolamentazione. I codici civili dell'Europa continentale avevano attuato il principio cardine del pensiero liberale, secondo il quale la libertà d'azione deve essere inseparabilmente correlata alla responsabilità per le conseguenze dannose delle proprie azioni⁴. L'effettività dei meccanismi di attribuzione della responsabilità dovrebbe essere sufficiente ad assolvere la funzione di deterrenza (oltre a quella di riparazione a favore della vittima del danno).

Negli anni Settanta, negli ambienti accademici europei si sviluppava un ampio dibattito sull'opportunità di svincolare la responsabilità civile dal requisito della colpa per aumentarne l'efficacia in taluni casi⁵. Tra questi casi, rientrava quello della responsabilità attribuita al produttore

³ Si veda in particolare B.C. ZIPURSKY, J.C.P. GOLDBERG, *The Easy Case for Products Liability: A Response to Polinsky & Shavell*, in *Harv. L. Rev.*, vol. 123, 2010, 1919. Gli Autori replicano «Finally, and most importantly, even if one were to grant that tort law offers no incremental deterrent effect, this concession provides no grounds for the ultimate conclusion of Uneasy. Rather it provides an argument against redundant incentivizing. This is just as much an argument for dismantling the regulatory regime governing product safety as it is an argument for getting rid of tort law: one needs a further explanation of why the existence of two redundant systems entails the elimination of one rather than the other» (p. 1919).

⁴ A.F. VON HAYEK, nel suo studio fondativo del pensiero liberale, scrisse: «Liberty not only means that the individual has both the opportunity and the burden of choice; it also means that he must bear the consequences of his actions. Liberty and responsibility are inseparable» (A. F. VON HAYEK, *The Constitution of Liberty*, I, cap. V «Responsibility and Freedom», Chicago, 1960, 71).

⁵ L'espansione dell'idea di responsabilità oggettiva era giunta a un punto tale che nel 1977 i più eminenti specialisti di responsabilità civile in Italia si riunirono, su iniziativa di F. D. Busnelli, presso la Scuola Superiore di Studi Avanzati dell'Università di Pisa per discutere il ruolo della colpa nell'attuale sistema di responsabilità civile. Gli atti del convegno saranno successivamente pubblicati in un numero speciale di *Responsabilità civile e previdenza* che comprende, tra l'altro, le relazioni di Guido Alpa, Ugo Carnevali, Carlo Castronovo, Paolo Cendon, l'intervento del giovane Giulio Ponzanelli e le relazioni conclusive di Rodolfo Sacco, Pietro Trimarchi e Stefano Rodotà (per una sintetica ricostruzione della responsabilità civile in Italia come storia intellettuale, si veda P. G. MONATERI, *La responsabilità civile*, in R. SACCO (a cura di), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1998, 121).

per i danni causata da un prodotto difettoso. La disciplina legislativa, infine adottata con la Direttiva 374/85/CEE, attribuì al produttore la responsabilità in via oggettiva, trovando fondamento nella teoria del rischio d'impresa che era stata elaborata in particolare nello studio di P. Trimarchi pubblicato nel 1961⁶. Ma l'efficacia preventiva del diritto sostanziale è compromessa dalle difficoltà di accesso alla giustizia incontrate dalla vittima del danno.

Negli anni '80 nasceva l'idea che lo Stato debba intervenire per prevenire, *ex ante*, il rischio che un'impresa privata scarichi i costi dei danni sulla collettività⁷. Questa idea è andata di pari passo con il processo di privatizzazione delle imprese pubbliche ed ha segnato la nascita dello Stato regolatore⁸. Nel decennio successivo, le istituzioni europee si sono appropriate del ruolo di regolatori del mercato, introducendo norme sulla sicurezza dei prodotti sempre più numerose e pervasive (si parla ormai di ipertrofia di regolamentazione)⁹.

Progressivamente la regolazione amministrativa ha prevalso sugli strumenti di responsabilità civile. Questo fenomeno si riflette nel *New Legislative Framework* adottato dalla Commissione Europea nel 2008. Si tratta di un "pacchetto" di norme che stabiliscono i requisiti di sicurezza per i prodotti che entrano nel mercato unico, nonché le

⁶ P. TRIMARCHI, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano, 1961. L'autore costruisce la teoria del rischio d'impresa dalla prospettiva dell'efficienza economica in un ambiente culturale ancora impreparato a ragionare in termini di allocazione efficiente delle risorse. Pochi mesi prima erano stati pubblicati l'articolo di R. COASE (*The Problem of Social Cost*, in *J. L. & E.*, vol. 3, 1960, 1) e quello di G. CALABRESI (*Some Thoughts on Risk Distribution and the Law of Torts*, in *Yale L. J.*, vol. 70, n. 4, 1961, 499), che sono considerati gli scritti fondanti dell'analisi economica del diritto. Ricostruendo la storia delle idee, Calabresi spiega che il suo articolo e la monografia di Trimarchi, pur essendo stati pubblicati a pochi mesi di distanza ed essendo sulla stessa linea di pensiero, sono stati scritti indipendentemente l'uno dall'altro, in un momento in cui non esisteva ancora un dialogo tra gli autori (il racconto di G. Calabresi è riportato in: F. PARISI, *Laudatio Pietro Trimarchi*, in University of Minnesota Law school, Scholarship repository, 2007). Sulla teoria del rischio d'impresa come fondamento teorico soggiacente alla direttiva sulla responsabilità per danno da prodotti difettosi, mi permetto di rinviare a: E. RAJNERI, *Il fondamento teorico della responsabilità del produttore*, Torino, 2024.

⁷ G. ALPA, *Responsabilità dell'impresa e tutela del consumatore*, Milano, 1975, 482.

⁸ A. LA SPINA, G. MAJONE, *Lo stato regolatore*, Bologna, 2000.

⁹ Cfr. nota 21.

procedure per certificare la conformità ai requisiti di sicurezza e accreditare gli organismi di certificazione¹⁰.

A tale quadro normativo deve essere aggiunto il recente Regolamento (UE) n. 2023/988 sulla sicurezza generale dei prodotti, che sostituisce la Direttiva 2001/95/CE con l'obiettivo di rispondere in modo più efficace alle sfide poste dall'innovazione tecnologica e dalla crescente complessità delle catene di approvvigionamento globali, includendo nella nozione di prodotto anche i prodotti digitali (compresi i software e i sistemi dotati di intelligenza artificiale) e rafforzando il ruolo delle autorità nazionali con nuovi meccanismi di coordinamento a livello europeo.

In un numero crescente di casi, il diritto pubblico è anche andato a sostituire la responsabilità civile nella funzione di risarcimento delle vittime di danni. Il fenomeno è iniziato con l'istituzione di fondi pubblici di compensazione preposti ad indennizzare le vittime di trasfusioni di sangue infetto, poi estesi alle vittime degli effetti collaterali avversi dei vaccini obbligatori e, in alcuni Paesi, anche ai casi di vaccini raccomandati ma non obbligatori¹¹. La progressiva espansione del ruolo dei fondi pubblici di compensazione ha suscitato le critiche degli economisti, che denunciano il fenomeno della socializzazione del rischio rispetto alla privatizzazione dei profitti come una delle principali cause delle crescenti disuguaglianze economiche insite nell'attuale sistema capitalistico¹². Queste critiche, insieme agli

¹⁰ I regolamenti di riferimento sono il Regolamento (CE) n. 765/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 luglio 2008, che pone norme in materia di accreditamento e vigilanza del mercato per quanto riguarda la commercializzazione dei prodotti e che abroga il Regolamento (CEE) n. 339/93 del Consiglio, GU 2008, L. 218 (p. 30) (“Regolamento 765/2008”); la Decisione n. 768/2008/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 9 luglio 2008, relativa a un quadro comune per la commercializzazione dei prodotti e che abroga la decisione 93/465/CEE del Consiglio, GU 2008, L. 213 (p. 92) e il Regolamento n. 2019/1020 del Parlamento e del Consiglio, del 20 giugno 2019, relativo alla vigilanza del mercato e alla conformità dei prodotti e che modifica la direttiva 2004/42/CE e i regolamenti (CE) n. 765/2008 e (UE) n. 305/2011, GU 2019 L 169 (p. 1).

¹¹ È il caso dell'Italia e della Germania: cfr. E. RAJNERI, J.-S. BORGHETTI, D. FAIRGRIEVE, P. ROTT, *Remedies for Damage Caused by Vaccines: A Comparative Study of Four European Legal Systems*, in *Eur. Rev. Priv. Law*, vol. 26, 2018, 57.

¹² L'espressione «socialization of risks and privatization of profits» è stata utilizzata dal premio Nobel J. Stiglitz in un'intervista alla CNBC nel 2010. Il

alti costi del sistema di regolazione amministrativa per istituzioni e imprese, riportano l'attenzione sull'esigenza di effettività dei meccanismi civilistici di attribuzione della responsabilità.

2. Il New Legislative Framework della UE e i costi della regolazione a carico delle istituzioni pubbliche e a carico delle imprese

Il sistema di regolamentazione amministrativa dei requisiti di sicurezza dei prodotti è stato raccolto nel *New Legislative Framework* (NLF) adottato dal Consiglio europeo il 9 luglio 2008 e pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Comunità Europea il 13 agosto 2008.

Il NLF è composto di norme obbligatorie e di norme c.d. "armonizzate" di *soft law*¹³. Nel primo caso i requisiti di sicurezza obbligatori sono dettati o da direttive specifiche per singoli settori merceologici, oppure, in via residuale, per i settori non specificamente disciplinati, dalla direttiva 2001/95/CE sulla sicurezza generale dei prodotti (sostituita nel dicembre 2024 dal regolamento 988/2023/UE)¹⁴. I requisiti obbligatori sono poi integrati dai requisiti tecnici elaborati da tre organismi di normazione privati (il CEN – Comitato europeo di normazione –, il CENELEC – Comitato europeo di normazione elettrotecnica – e l'ETSI – Istituto europeo per le norme di telecomunicazione)¹⁵ su richiesta della Commissione, ai sensi del regolamento 2012/1025. Quando la Commissione europea emette la

fenomeno è oggetto di numerosi studi economici: si veda, tra gli altri, M. MAZZUCATO, *Non sprechiamo questa crisi*, Bari, Laterza, 2020, 25.

¹³ Il NLF è stato introdotto con il reg. 765/2008CE e aggiornato con il reg. 1012/2019UE, con l'obiettivo di migliorare il mercato interno dei beni e a rafforzare le condizioni per l'immissione di un'ampia gamma di prodotti sul mercato della UE. Si tratta di un pacchetto di misure che mirano a migliorare la sorveglianza del mercato e a incrementare la qualità delle valutazioni di conformità. Inoltre, chiarisce l'uso del marchio CE e crea un insieme di misure da utilizzare nella legislazione sui prodotti.

¹⁴ Art. 2, par. 1, Regolamento 988/2023 «1. Il presente regolamento si applica ai prodotti immessi o resi disponibili sul mercato nella misura in cui non esistano disposizioni specifiche nel diritto dell'Unione che disciplinino la sicurezza dei prodotti in questione e che abbiano lo stesso obiettivo».

¹⁵ Si veda il report di J. BARON, P. LAROCHE, *The European standardisation system at a crossroads*, Center on Regulation in Europe (CERRE), 2023. Lo studio espone il meccanismo di funzionamento degli OEN (Organismi Europei di Normalizzazione), evidenziando il ruolo ibrido tra privato e pubblico loro affidato dalle istituzioni europee ai sensi del reg. n. 1025/2012.

decisione di autorizzare la pubblicazione dei requisiti tecnici nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, essi diventano una norma armonizzata. Le norme armonizzate devono poi essere trasposte in norme nazionali identiche dagli Stati membri. Di conseguenza, le norme armonizzate sono vincolanti per gli Stati membri che devono recepirle; viceversa, non sono vincolanti per i produttori poiché hanno lo status di norme volontarie, posto che ai sensi dell'art. 7 del Reg. 988/2023 i prodotti conformi alle norme armonizzate si presumono conformi all'obbligo generale di sicurezza. Ciò implica che i produttori sono liberi di non conformarsi alle norme armonizzate, rinunciando però ad avvalersi della presunzione di sicurezza dei loro prodotti nel caso in cui essi siano causa di danno (ma sul punto la direttiva n. 2853/2024 è contraddittoria, come si dirà più avanti).

Il meccanismo di integrazione delle direttive con le norme armonizzate consente di adeguare più speditamente i requisiti tecnici, rincorrendo l'innovazione tecnologica. Tuttavia, l'introduzione di procedure di controllo amministrativo ha creato un sistema complesso, con un gran numero di enti pubblici nazionali ed europei che interagiscono con una pleora di enti privati accreditati dai primi, secondo procedure che combinano, a seconda dei casi, meccanismi di autoregolamentazione, regolamentazione delegata o coregolamentazione.

Gli Stati membri devono innanzitutto disporre di un unico organismo di accreditamento responsabile di accertare che l'organismo di valutazione della conformità che ha presentato domanda sia competente a valutare¹⁶. In caso affermativo, l'organismo nazionale di accreditamento rilascia un certificato di accreditamento¹⁷.

Gli Stati membri devono garantire che i loro organismi di accreditamento soddisfino in ogni momento i requisiti normativi di indipendenza, imparzialità e competenza e che dispongano di strutture e procedure adeguate.

Ogni Stato membro deve inoltre disporre di autorità di vigilanza del mercato specifiche per settore merceologico, che controllano le caratteristiche del prodotto e i certificati di conformità rilasciati dagli organismi di valutazione accreditati.

¹⁶ Art. 4, Regolamento 765/2008.

¹⁷ Art. 5, Regolamento 765/2008.

Se viene rilevato un pericolo, le autorità di vigilanza adottano misure adeguate per avvertire gli utenti finali, ridurre il rischio e, se necessario, ritirare il prodotto pericoloso dal mercato¹⁸. Il coordinamento e la collaborazione tra gli organismi nazionali e la Commissione sono garantiti da una “rete” composta da rappresentanti di ciascuno Stato membro, esperti nazionali facoltativi, presidenti dei gruppi di cooperazione amministrativa (ADCO)¹⁹ e rappresentanti della Commissione.

È chiaro che le attività di tutti questi organismi, e i complessi meccanismi di coordinamento tra loro, comportano costi considerevoli per l'UE e per ciascuno Stato membro. Ai costi per le istituzioni pubbliche che governano l'implementazione della regolazione amministrativa si aggiungono i costi a carico delle imprese, che devono conformare i loro prodotti a standard tecnici armonizzati che vengono costantemente aggiornati in linea con gli sviluppi tecnologici e scientifici. Gli imprenditori deplorano l'aumento di questi costi, che possono essere proibitivi per le piccole imprese e le *start-up* che vogliono entrare nel mercato, senza avere né le strutture organizzative né le risorse finanziarie di cui dispongono le grandi aziende²⁰. Per questa ragione molte voci si sono levate a favore della deregolamentazione, che in qualche modo contraddice l'intento del NLF²¹.

¹⁸ Il Reg. 988/2024 prevede l'uso del sistema “Safety Gate” (precedentemente noto come RAPEX) per la notifica rapida di prodotti pericolosi, migliorando la comunicazione tra Stati membri e garantendo una risposta coordinata a livello dell'Unione Europea.

¹⁹ Le ADCO (Administrative Cooperation Groups) sono gruppi di cooperazione amministrativa istituiti nell'Unione Europea per favorire il coordinamento tra le autorità di vigilanza del mercato dei diversi Stati membri. Le ADCO sono responsabili del monitoraggio e controllo della sicurezza dei prodotti non alimentari.

²⁰ Studi condotti dall'OCSE rilevano che i costi di adeguamento alle normative di sicurezza e qualità costituiscono barriere all'ingresso per le *start-up* e le PMI: si veda D. PARKER, C. KIRKPATRICK, *The economic impact of regulatory policy: a literature review of quantitative evidence*, OECD Expert Paper No. 3, 2012.

²¹ Ad esempio, il Medef (Mouvement des Entreprises de France) ha recentemente presentato al governo un rapporto che chiede “sobrietà normativa” e propone 14 misure di semplificazione (online su <https://www.economie.gouv.fr/files/files/2024/Rapport-projet-de-loi-sur-la-simplification.pdf?v=1708124396>). Il Medef osserva che tra il 2018 e il 2022 le istituzioni europee hanno introdotto 850 nuove disposizioni normative per le imprese,

La proliferazione dei riferimenti legislativi alle norme tecniche solleva preoccupazioni anche sotto altri aspetti. Alcuni autori temono che gli enti normativi privati siano “catturati” dagli interessi delle attività economiche che sono chiamati a regolamentare²². Questa situazione è aggravata dal fatto che la voce delle piccole imprese all’interno degli organismi di normazione è praticamente assente o soppiantata da quella delle multinazionali, come dimostrano gli studi sulle regole di votazione delle delibere assunte da tali organismi²³. Per il momento, solo il Regolamento IA ha tenuto conto della necessità di facilitare il più possibile il rispetto delle norme di sicurezza da parte delle PMI e delle *start-up* (art. 11), di dare loro voce negli organismi consultivi (art. 67) e di proporzionare le sanzioni da comminare in caso di infrazione, tenendo conto delle dimensioni economiche dell’impresa (art. 99)²⁴.

una media di 12 disposizioni al mese. Il Medef denuncia il fatto che questa “inflazione normativa” va soprattutto a scapito delle PMI, che non hanno la struttura e il capitale per assorbire i costi dei continui adeguamenti.

²² Queste preoccupazioni sono espresse con particolare riferimento alla proposta di regolamentazione dei sistemi di IA in: M. EBERS, *Standardising AI - The Case of the European Commission’s Proposal for an Artificial Intelligence Act*, in L.A. DI MATTEO, M. CANNARSA e C. PONCIBÒ (a cura di), *The Cambridge Handbook of Artificial Intelligence: Global Perspectives on Law and Ethics*, Cambridge, 2022. Più in generale, sulle implicazioni della regressione del potere legislativo di fronte alle regole tecniche e alla soft law: U. MATTEI, *False coscienze: sostenibilità ed evoluzione intelligente tra diritto e potere*, in *Int. Semiot. Law*, 2024, disponibile su <https://doi.org/10.1007/s11196-024-10116-4>.

²³ BARON, LAROCHE, *The European standardisation system at a crossroads*, cit. Lo studio illustra in modo esaustivo il meccanismo di funzionamento degli organismi europei di normazione (ESO), evidenziando il ruolo ibrido tra pubblico e privato affidato loro dalle istituzioni europee. Si sottolinea che i meccanismi decisionali degli ESO si basano su un sistema di votazione da parte dei partecipanti che ha l’effetto di dare alle multinazionali un peso preponderante (anche rispetto ai rappresentanti degli Stati partecipanti): «[t]he voting rights of both public and private stakeholders are proportional to their contributions to ETSI’s budget, which range from 1 to 45 ‘Units of Contribution’ (UoC). Whereas the voting rights of national public administrations and national standards bodies are proportional to the GDP of the country they represent, companies’ UoC are based on their worldwide Electronic Communications Related Turnover (ECRT). Public and private stakeholders’ UoC are assessed on different scales – a company and a public authority receive the same number of UoCs when the company’s worldwide ECRT is equal to a tenth of the GDP of the country represented by the public authority» (p. 54).

²⁴ Regolamento 1689/2024, *op. cit.*

Il nuovo regolamento sulla sicurezza generale dei prodotti (Reg. 988/2023/UE) si limita invece a prescrivere genericamente alla Commissione di tenere conto dell'impatto che le misure che adotta avranno sulle imprese, «in particolare sulle PMI» (art. 18, n. 5a).

3. La riforma della direttiva sulla responsabilità per il danno da prodotto difettoso

I costi elevati del sistema di regolazione *ex ante* riportano l'attenzione all'istituto della responsabilità per danno da prodotti difettosi, come strumento che garantisce la funzione di deterrenza (oltre che risarcitoria) in modo efficiente e meno costoso. A questo proposito, la Commissione europea ha deciso di riformare la Direttiva 1985/374/CEE al fine di perseguire gli obiettivi indicati nel 3° e 4° considerando della riforma, ovvero:

1) adattare il quadro legislativo «alle nuove tecnologie, compresa l'intelligenza artificiale (IA), ai nuovi modelli di economia circolare e alle nuove catene di approvvigionamento globali» (considerando 3, lett. e);

2) ridurre le difficoltà della vittima a ricorrere alla giustizia a causa delle limitazioni del diritto di azione e delle difficoltà di assolvimento dell'onere della prova a suo carico (considerando 4, lett. e);

3) garantire la coerenza e la certezza del diritto ridefinendo le nozioni di base e i concetti generali della direttiva che erano ambigui, in ottemperanza alle decisioni giurisprudenziali della Corte di giustizia europea che hanno risolto alcuni dubbi interpretativi;

4) garantirne la coerenza e la compatibilità con la legislazione in materia di sicurezza dei prodotti e di vigilanza del mercato a livello di Unione e nazionale.

Le norme della riforma che perseguono il primo obiettivo sono essenzialmente quelle che chiariscono che la nozione di prodotto comprende anche i prodotti digitali, i software e i sistemi dotati di I.A.; quelle che estendono le categorie di soggetti responsabili a titolo sussidiario includendo le piattaforme di vendita online; quelle che estendono la responsabilità anche al momento successivo a quello di immissione del prodotto sul mercato, tenendo conto dei processi progressivi di aggiornamento e apprendimento delle tecnologie digitali,

nonché dell'economia circolare, e imponendo l'obbligo di garantire la cybersecurity del prodotto per tutta la sua durata di vita²⁵.

Se queste sono indubbiamente innovazioni molto significative, le novità più importanti della riforma riguardano piuttosto la facilitazione dell'accesso alla giustizia per le parti lese, con l'obiettivo di aumentare l'efficacia deterrente della disciplina in questione, finora deludente.

Infatti, gli studi d'impatto condotti per conto della Commissione hanno registrato un numero di azioni legali basate sulla direttiva 1985/374/CEE irrisorio rispetto alle aspettative²⁶. Questo dato testimonia le difficoltà incontrate dalle vittime di danni ad accedere alla giustizia, a causa del pesante onere della prova che devono sostenere, che comporta costi di perizia tanto più elevati quanto più i prodotti sono tecnologicamente complessi.

Il legislatore della riforma ha introdotto delle presunzioni di difettosità del prodotto al fine di alleggerire l'onere della prova dell'attore (evitando, tuttavia, di invertirlo) nella convinzione che un regime di responsabilità efficace svolga anche una funzione di deterrenza che integra la funzione preventiva fornita dalle norme di sicurezza.

Per ciò che riguarda l'oggetto di questo studio, la comunicazione del 29 giugno 2022 della Commissione auspicava che le norme sulla responsabilità per danno da prodotti difettosi siano interpretate e applicate attraverso una lettura sistematica che integri le norme di "diritto privato" con quelle sulla sicurezza dei prodotti, che, come

²⁵ Questa parte del progetto di riforma è oggetto di un'analisi critica dettagliata in G. WAGNER, *Next Generation EU Product Liability - For Digital and Other Products*, in *JETL*, 2024, 172-224.

²⁶ La valutazione dell'impatto della direttiva pubblicata nel 2018 è particolarmente significativa (EY, *Evaluation of Council Directive 85/374/EEC on the approximation of laws, regulations and administrative provisions of the Member States concerning liability for defective products*, Luxembourg, 2018). Il documento afferma che tra il 2000 e il 2016 sono state intentate in tutta Europa 798 azioni legali sulla base della direttiva, con una media di circa 46 casi all'anno per tutti i 28 Paesi membri (meno di due casi per Paese). Di queste 798 azioni legali, circa il 60% ha avuto esito positivo a favore della parte lesa. Negli altri casi, la parte lesa non ha avuto successo perché non è riuscita a dimostrare che il prodotto era difettoso o che esisteva un nesso di causalità. In meno del 10% dei casi, la decisione è stata determinata dall'applicazione di una clausola di esenzione di responsabilità a favore del produttore, o dal fatto che il diritto di azione era prescritto, o per altri motivi.

spiegato sopra, sono costituite anche da norme non vincolanti²⁷. Questo stesso auspicio è ribadito nel quarto considerando della riforma. Si deve constatare, tuttavia, che i meccanismi destinati a governare l'interazione tra i due istituti sono la parte della riforma che suscita maggiori dubbi interpretativi, disattendendo l'obiettivo di assicurare la certezza del diritto.

4. *La regolazione preclude l'attribuzione di responsabilità? (le implicazioni della sentenza della CGUE nel caso James Elliott Construction)*

In un'azione volta a ritenere un operatore economico responsabile per i danni causati da un prodotto difettoso, la prova più difficile da fornire per l'attore è che il prodotto è difettoso²⁸. Per alleggerire l'onere della prova, la riforma introduce una serie di presunzioni. Tra queste, l'articolo 7, paragrafo 1, stabilisce che «[un] prodotto è considerato difettoso quando non offre la sicurezza che una persona può legittimamente aspettarsi o che è richiesta dal diritto dell'Unione o nazionale».

Questo chiarimento, riferito alle norme aventi carattere vincolante, non aggiunge molto, poiché la violazione di uno standard di sicurezza reso obbligatorio da una legge o da un regolamento avrebbe comunque reso il produttore responsabile per colpa, conformemente alla definizione di colpa.

Il problema sta nel fatto che la lettera della legge fa riferimento al «diritto dell'Unione o nazionale», senza precisarne la natura obbligatoria. Di conseguenza, la lettera della legge fa sorgere il dubbio che anche la violazione di una delle norme armonizzate non vincolanti possa automaticamente determinare la difettosità del prodotto che ha cagionato un danno. Da un punto di vista strettamente logico, il dubbio interpretativo dovrebbe essere sciolto alla luce dell'articolo 7(2) della Direttiva 2006/42/CE sulla sicurezza delle macchine, che prevede che

²⁷ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazioni delle istituzioni, degli organi e degli organismi dell'UE, GU 2022, C-247, 1 (*Guida blu all'attuazione della legislazione UE sui prodotti*, online su <https://eurogip.fr/wp-content/uploads/2019/12/Guide-bleu-revise-FR-2022.pdf>).

²⁸ E. RAJNERI, *La notion de défectuosité du produit dans les jurisprudences des pays européens*, in *Revue internationale de droit comparé*, n. 1, 2015, 185.

«i prodotti fabbricati in conformità alle norme armonizzate si presumono conformi ai requisiti essenziali di sicurezza»; a sua volta l'art. 7 del regolamento sulla sicurezza generale dei prodotti sancisce che un prodotto è presunto conforme all'obbligo generale di sicurezza quando è conforme alle norme armonizzate. A rigore, la mera presunzione di sicurezza (superabile da una prova contraria) implica che la scelta del produttore di non conformarsi a norme armonizzate non obbligatorie non esclude automaticamente la sicurezza del prodotto, ovvero non implica necessariamente la sua difettosità²⁹.

Tuttavia, il dubbio interpretativo suscitato dall'art. 7 della dir. 2853/2024 potrebbe trovare sostegno nella recente sentenza della CGUE nella causa *James Elliott Construction*, nella quale la Corte ha affermato la propria competenza a interpretare in via pregiudiziale le norme tecniche armonizzate non obbligatorie.

La decisione della corte si fonda sul fatto che «sebbene l'elaborazione di tale norma armonizzata sia indubbiamente attribuita a un organismo di diritto privato, la stessa costituisce nondimeno una misura di attuazione necessaria e strettamente regolamentata dei requisiti essenziali definiti da tale direttiva, realizzata su iniziativa e sotto la direzione nonché il controllo della Commissione, e i suoi effetti giuridici sono soggetti alla previa pubblicazione da parte di quest'ultima dei suoi riferimenti nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, serie C» (punto 43).

«(T)ale pubblicazione ha lo scopo di conferire ai prodotti, coperti da tale direttiva e che soddisfano i requisiti tecnici definiti nelle norme armonizzate relative a detti prodotti, il beneficio di una presunzione di conformità ai requisiti essenziali della direttiva» (punto 38). Pertanto la corte afferma che «(D)a quanto precede discende che una norma armonizzata come quella di cui trattasi nel procedimento principale, adottata sulla base della direttiva 89/106, i cui riferimenti sono stati oggetto di una pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, rientra nel diritto dell'Unione, dal momento che è facendo riferimento alle disposizioni di tale norma che si determina se la presunzione prevista dall'articolo 4, paragrafo 2, della direttiva 89/106 si applichi o meno a un determinato prodotto» (punto 40).

²⁹ C. GIUST. UE, sentenza del 27 ottobre 2016, *James Elliott Construction* contro *Irish Asphalt*, C-613/14, EU:C:2016:821.

L'affermazione testuale che una norma armonizzata (per quanto non obbligatoria) «rientra nel diritto dell'Unione» indubbiamente collima con il testo dell'art. 7, comma 1, della riforma che afferma che un prodotto è da ritenersi difettoso quando non è conforme al «diritto dell'Unione», senza specificarne il carattere obbligatorio. Pertanto l'interpretazione letterale della norma, per combinato disposto con la sentenza della CGUE, porterebbe a concludere che anche la violazione di una norma armonizzata non vincolante comporta automaticamente la difettosità del prodotto che ha causato un danno, senza che occorran prove ulteriori.

Questa interpretazione, pur accordando alle norme armonizzate un'efficacia non trascurabile, è conforme all'intento del legislatore della riforma di alleggerire l'onere probatorio relativo alla difettosità posto a carico della vittima di danno.

Però il legislatore della riforma si contraddice. Infatti l'articolo 10, lett. b), della direttiva stabilisce che, se «l'attore dimostra che il prodotto non è conforme ai requisiti obbligatori di sicurezza dei prodotti stabiliti dal diritto dell'Unione o nazionale», il prodotto si presume difettoso. In sintesi all'art. 7 il legislatore afferma che un prodotto non conforme al diritto dell'Unione (senza escludere le norme non vincolanti) è certamente difettoso, mentre all'art. 10 afferma che il prodotto non conforme ai requisiti obbligatori del diritto dell'Unione fa scattare una semplice presunzione di difettosità, che può essere confutata dalla prova contraria.

La palese contraddittorietà delle due disposizioni normative sembra irriducibile. Occorre tuttavia ricordare che il mancato rispetto di un requisito imposto da una norma obbligatoria solleverebbe comunque la responsabilità del produttore in forza del regime generale di responsabilità per colpa (e quindi senza che occorra provare la difettosità del prodotto). Questa osservazione rende ancora più incongrua la disposizione dell'art. 10, lett. b).

Oltre a tutto ciò, il contraddittorio rapporto tra regolazione *ex ante* e responsabilità *ex post* è ulteriormente complicato dall'articolo 11, lett. d), della direttiva, ai sensi della quale un operatore economico non è responsabile dei danni causati da un prodotto difettoso se può dimostrare «che il difetto è dovuto alla conformità del prodotto ai requisiti di legge».

La terminologia utilizzata dal legislatore cambia di nuovo (probabile sintomo di un affrettato coordinamento linguistico nella fase di redazione della direttiva). Non si parla più di «diritto dell'Unione o nazionale» e nemmeno di «requisiti obbligatori di sicurezza dei prodotti stabiliti dal diritto dell'Unione o nazionale», ma si usa l'espressione «requisiti legali». L'espressione sembra molto diversa dall'analoga disposizione della direttiva previgente, secondo la quale un prodotto non è difettoso se il produttore dimostra «che il difetto è dovuto alla conformità del prodotto alle norme obbligatorie emanate dalle autorità pubbliche».

Da un punto di vista formale, i considerando della riforma non forniscono alcun chiarimento su questo punto e le traduzioni del testo nelle altre lingue europee non forniscono alcun elemento chiarificatore, poiché utilizzano espressioni altrettanto vaghe (*legal requirements, exigences légales, rechtlichen Anforderungen*).

Da un punto di vista sostanziale, si può notare che l'esenzione di responsabilità è coerente quando si riferisce al rispetto di norme obbligatorie, rispetto alle quali il produttore non può esercitare alcun potere decisionale, come già era previsto dalla Direttiva 1985/374/CEE. Invece l'esenzione di responsabilità del produttore non sarebbe altrettanto giustificata nei casi in cui il produttore è libero di valutare l'opportunità di conformarsi oppure no a norme di sicurezza non obbligatorie, tenuto conto della migliore conoscenza delle caratteristiche del prodotto di cui egli dispone rispetto all'autorità di regolamentazione.

D'altro canto, se il produttore fosse esonerato dalla responsabilità dimostrando che il danno cagionato dal suo prodotto deriva dal rispetto di uno standard di sicurezza non obbligatorio, la responsabilità che dovrebbe ricadere sul produttore verrebbe trasferita in capo ai regolatori che hanno predisposto le norme armonizzate non obbligatorie. Ciò comporterebbe uno spostamento significativo del punto di equilibrio voluto dal legislatore tra gli interessi dei produttori e quelli delle vittime di danno.

Inoltre, affermare che la conformità ad una norma armonizzata non obbligatoria è sufficiente ad esonerare la responsabilità del produttore per il danno cagionato dal suo prodotto, conduce sostanzialmente alla conseguenza che ogni prodotto certificato con il marchio CE e ogni farmaco provvisto dell'autorizzazione all'immissione in commercio

(AIC), non possa essere considerato difettoso, esonerando il produttore dalla responsabilità per danni. Di fatto si introdurrebbe in Europa l'idea che la conformità alla regolamentazione preventiva produce un effetto preclusivo dell'attribuzione della responsabilità civile, analogamente a quanto previsto dalla controversa teoria della *preemption* talvolta applicata dalle corti statunitensi³⁰.

L'interpretazione della clausola di esenzione anche ai requisiti legali non obbligatori non pare pertanto condivisibile, non solo perché contraddice le norme che espressamente stabiliscono che l'autorizzazione all'immissione sul mercato non vale ad escludere di per sé sola la difettosità del prodotto³¹, ma anche perché le sue conseguenze porterebbero di fatto alla paralisi della direttiva sulla responsabilità per il danno da prodotto difettoso appena riformata, trasformando il regime in una mera responsabilità per colpa che scatta solo quando vi è stata la violazione di una norma sulla sicurezza dei prodotti³².

³⁰ La *preemption doctrine* trova origine in una sentenza della Corte Suprema statunitense che ha escluso la responsabilità del produttore per la ragione che il dispositivo medico asseritamente difettoso era stato previamente autorizzato all'immissione in commercio da parte della Food and Drug Administration sulla base di una legge federale (*Cipollone v. Liggett Group inc.*, 505 U.S. 504, 521, 1992). Secondo questa giurisprudenza, la legge federale preclude alle corti statali la possibilità di discutere sulla difettosità del prodotto (che è disciplinata dalla legge statale). Alla *preemption doctrine*, si aggiunge che alcune corti statali americane hanno ammesso la c.d. *regulatory compliance defense*, con la quale il produttore paralizzava la domanda di risarcimento della vittima quando il prodotto è conforme alle norme sulla sicurezza (per un'analisi critica di questa giurisprudenza: C. TOBIAS, *FDA Regulatory Compliance Reconsidered*, in *Cornell L. Rev.*, vol. 93, 2008, 1003-1038).

³¹ Per quanto riguarda i farmaci, l'art. 5, comma 4, del d.lgs. n. 219/2006 (attuativo delle direttive 2001/83/CE e 2003/94/CE) fa salva espressamente la responsabilità per prodotti difettosi di cui al Codice del consumo. L'art. 39 dispone che la domanda di autorizzazione all'immissione in commercio (AIC) deve essere presentata, con la relativa documentazione tecnico-scientifica, all'AIFA (Agenzia Italiana del Farmaco), ma che il rilascio di essa «non esclude la responsabilità anche penale del produttore e del titolare dell'AIC».

³² Sembra pacifico che la regolazione stabilisce solo dei requisiti minimi di sicurezza, i quali non escludono il fatto che il produttore sia tenuto ad implementarli con precauzioni ulteriori, anche in considerazione delle maggiori informazioni sul prodotto di cui egli dispone in confronto al regolatore (A. QUERCI, *Sicurezza e danno da prodotti medicali*, Torino, 2011; inoltre: F. CAFAGGI, *A coordinated approach to regulation and civil liability in European Law Rethinking Institutional*

Tuttavia, i dubbi permangono e spetterà alla CGUE fornire i chiarimenti necessari per perseguire l'obiettivo della certezza del diritto che il legislatore si era prefissato e che contribuisce a rendere effettivo il meccanismo di attribuzione della responsabilità previsto dalla direttiva.

Complementarities, in F. CAFAGGI (ed.), *The Institutional Framework of European Private Law*, Oxford, 2006, XV/2, 191-244). Tuttavia non mancano decisioni che affermano il contrario. Si veda ad un esempio Corte di Cass. 23/10/2023, n. 29387. In altri casi riguardanti prodotti conformi alla normativa, la stessa Corte ha ritenuto che il produttore potesse essere ritenuto responsabile solo se avesse omesso di fornire avvertenze ai consumatori, escludendo un difetto di progettazione del prodotto (Corte di Cass. 10/05/2021, n. 12225). Queste decisioni sono insidiose in quanto implicano che un'adeguata avvertenza avrebbe escluso la possibilità di dichiarare il prodotto difettoso sotto altri aspetti, in quanto il prodotto è conforme agli standard di sicurezza. La riforma mette opportunamente a tacere questa linea di ragionamento dei tribunali affermando, nel considerando 31: «la responsabilità ai sensi della presente direttiva non può essere evitata semplicemente elencando tutti i possibili effetti collaterali di un prodotto».

Divieto di discriminazione e accesso al credito dei migranti

SOMMARIO: 1. Premessa: immigrazione, esclusione finanziaria, accesso al credito - 1.1. *Segue*. La disciplina sull'*antimoney laundering*. - 2. Le criticità del modello dell'*access justice*. La rilevanza delle carenze linguistiche degli immigrati e la valutazione del merito creditizio - 3. Autonomia contrattuale e divieto di discriminazione - 4. *Big Data e migrant banking*: opportunità e rischi - 5. Rimedi e profili di responsabilità in caso di discriminazioni - 6. Obiettivi ESG, inclusione finanziaria e prassi bancaria - 7. Conclusioni.

1. Premessa: immigrazione, esclusione finanziaria, accesso al credito.

Nella storia il fenomeno delle migrazioni è costante¹ e le cause sono molteplici². L'immigrazione, oggi, costituisce un fenomeno nuovo ed antico nello stesso tempo, che non si può trattare in maniera unitaria ed uniforme in Europa³. I problemi connessi all'immigrazione si sono

¹ Si possono richiamare, al riguardo, le migrazioni ariane nel terzo Millennio avanti Cristo, le invasioni barbariche al tempo dell'Impero romano e nel Medioevo (Unni, Germani, Magiari, Turchi, ecc.), e gli spostamenti verso i nuovi continenti. Accanto a questi fenomeni appariscenti, c'è sempre stato un continuo flusso di popoli, più contenuto, di persone verso Paesi non di loro nascita. Per l'Italia, si possono citare, fra gli altri, i Longobardi nel VI secolo, i Normanni nel XII secolo, gli Albanesi nel XV secolo. Nel resto dell'Europa, popoli in origine nomadi hanno raggiunto alti livelli di civiltà, come gli ungheresi e i finlandesi, di stirpe mongola.

² Taluni individuano le cause delle migrazioni nel crollo dell'impero comunista, altri nel risveglio islamico, nella fine delle dittature sudamericane, nella riunificazione tedesca, nella guerra contro l'Iraq, nella dissoluzione della ex Jugoslavia. In realtà, nessuno di questi fattori, sia presi singolarmente, sia combinati fra loro in vario modo, può fornire una spiegazione del tutto soddisfacente.

³ L'odierna migrazione si correla con il concorrente fenomeno delle scarse nascite nei Paesi ricchi, e il principio, logico e non soltanto fisico, dei vasi comunicanti porta al riequilibrio di una situazione anomala come quella in atto. Si raccomanda di considerare le esperienze degli emigrati italiani nei Paesi d'oltreoceano per comprendere e gestire l'immigrazione in Italia. Tuttavia, l'attuale emigrazione verso l'Europa non è paragonabile a quella che interessò gli Stati Uniti d'America o l'America Latina alla fine del XIX secolo, poiché le epoche e le condizioni sono diverse. Quei Paesi erano concepiti come terre di immigrazione, in cui si mirava a costruire deliberatamente nuove nazioni. Al contrario, in Europa le nazioni esistono già da secoli e gli immigrati si inseriscono in realtà sociali complesse. Inoltre, all'epoca, non erano ancora affermati quei principi che oggi fanno parte dei diritti

trasformati e gli stessi immigrati possono subire diversi tipi di discriminazioni. Tra queste, quella che ci interessa ai fini della presente indagine, è l'esclusione finanziaria.

Quest'ultima si riferisce alle difficoltà e barriere che alcune persone incontrano nell'accesso e nell'uso dei servizi e prodotti del settore finanziario tradizionale, impedendo loro di condurre una vita sociale che possa essere considerata normale nella comunità in cui vivono⁴. Questo fenomeno è spesso connesso ad altre forme più ampie di emarginazione sociale, che riguardano aspetti come il lavoro, l'abitazione e l'accesso all'istruzione⁵. In un senso più ampio, l'esclusione finanziaria non si limita soltanto all'esclusione bancaria (che concerne individui che non sono bancarizzati o che lo sono solo parzialmente), ma abbraccia anche altre aree, come l'assenza di accesso agli strumenti di risparmio, la mancanza di accesso al credito e l'utilizzo limitato dei servizi assicurativi⁶. A tal riguardo, la letteratura esistente sull'accesso finanziario dei migranti in Europa è piuttosto limitata e frequentemente si concentra su temi come le rimesse e il microcredito⁷. Tuttavia, negli ultimi anni, il tema dell'inclusione finanziaria per la popolazione migrante ha iniziato a ricevere maggiore attenzione

umani, come il rifiuto del colonialismo. L'emigrazione transoceanica prosperò, infatti, sulla rovina dei popoli indigeni, come gli Indiani dell'America del Nord, vittime di uno dei genocidi più gravi della storia. Cfr. F. ERAMO, *La devianza minorile nella società multietnica e culturale*, in *Il dir. di famiglia e delle persone*, 2001, 1769.

⁴ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *Inclusione Finanziaria e Mercato del Migrant Banking* "Aspetti e criticità del mercato, esperienze nazionali e internazionali, proposte di sviluppo", in www1.interno.gov.it, 11. Progetto cofinanziato dall'Unione Europea, in collaborazione con Deloitte e Microfinanza, redatto nell'ambito del "Servizio di analisi sui comportamenti economici dei migranti e sull'offerta del sistema bancario al fine di promuovere l'inclusione finanziaria dei migranti nella società e nei relativi meccanismi finanziari", promosso dal Ministero dell'Interno, Autorità Responsabile della gestione del Fondo Europeo per l'Integrazione di Cittadini di Paesi Terzi 2007-2013. Oggetto di analisi del Rapporto è il mercato del *migrant banking*, ossia il complesso dei prodotti e servizi finanziari destinati ai cittadini migranti.

⁵ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11.: questo fenomeno riflette in parte una generale sottovalutazione delle esigenze finanziarie dei migranti residenti in Europa, a causa di diverse ragioni, tra cui le diverse dinamiche migratorie nei vari paesi.

⁶ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11.

⁷ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11.

all'interno delle politiche europee, come dimostrano le iniziative promosse attraverso il Fondo europeo per l'integrazione di cittadini provenienti da paesi terzi⁸. Un elemento estremamente significativo è che l'inclusione finanziaria è uno degli obiettivi dell'Agenda 2030 nel *Target* n. 10 del *Goal* n. 8.

Nel contesto europeo, le aree generalmente considerate fondamentali nell'analisi dei bisogni finanziari dei migranti sono cinque: rimesse⁹, conto corrente¹⁰, risparmio¹¹, servizi di educazione

⁸ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11.

⁹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11: «le rimesse, oltre a rappresentare una voce fondamentale all'interno dei bilanci familiari dei migranti, a livello aggregato raggiungono volumi che ne fanno un fenomeno rilevante all'interno dei flussi internazionali di capitali. Tuttavia, nonostante la rilevanza del fenomeno, non sempre i mezzi messi a disposizione dal mercato finanziario sono adeguati e, a conferma di ciò, i flussi di rimesse non registrati attraverso i canali ufficiali costituirebbero ancora una percentuale assolutamente non marginale del totale delle rimesse (secondo le stime della Banca Mondiale, addirittura il 50% del totale delle rimesse). I prodotti attualmente presenti sul mercato, quindi, non presenterebbero condizioni del tutto aderenti al profilo economico e sociale dei potenziali utenti e non sarebbero in grado di soddisfare a pieno i principali bisogni di questi ultimi».

¹⁰ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 11 e 12: «per quanto riguarda l'accesso al conto corrente, la scarsità di studi e informazioni disponibili a livello europeo condiziona la possibilità di condurre analisi approfondite rispetto all'accesso ai servizi bancari di base, fra i quali il conto corrente può essere considerato quello più importante. I fattori generalmente considerati di maggiore ostacolo alla bancarizzazione sono identificati nel ridotto livello di reddito, nella mancanza di documenti di soggiorno regolari e nella marginalità della condizione lavorativa. I migranti che ne sono titolari lo hanno aperto prevalentemente per ragioni di stretta necessità (ad esempio, accredito dello stipendio, oppure per l'incasso di assegni familiari) piuttosto che per la volontà di avere a disposizione tale strumento o per i servizi ad esso collegati (es. carte di debito). In generale, i titolari di conto corrente non si dichiarano molto soddisfatti del servizio e ritengono anche che i costi ad esso legati siano troppo elevati. Molti migranti, pur avvertendo il bisogno di depositare le proprie risorse su un conto corrente (perché consapevoli che detenere denaro contante presenta rischi), sono frenati dal fatto che ritengono troppo complesse le procedure di apertura di un conto. In particolare, quella che viene giudicata un'eccessiva richiesta di documenti, costituisce un freno per molte persone e, in questo ambito, il passaparola di esperienze negative di amici e conoscenti della propria comunità rappresenta un elemento di ulteriore disincentivo».

¹¹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 12: «il risparmio rappresenta un elemento fondamentale nella vita economica dei migranti.

finanziaria e di assistenza allo sviluppo d'impresa¹² e l'accesso al credito che è ciò che ci interessa a fini della presente indagine.

L'accesso al credito costituisce un elemento chiave nel processo di inclusione finanziaria dei migranti. Per il credito le esigenze e i bisogni cambiano sulla base delle varie fasi del percorso di migrazione. Infatti, mentre nelle prime fasi di permanenza nel nuovo contesto il migrante non manifesta una significativa domanda di credito, nelle fasi successive l'accesso al credito diventa spesso una componente importante della domanda di servizi finanziari. Diverse sono le esigenze per le quali il migrante può orientarsi verso un finanziamento: avvio di

Generalmente i comportamenti di risparmio variano in funzione delle caratteristiche culturali e sociali e, soprattutto, della fase del percorso migratorio in cui il migrante si trova. Infatti, nei primi anni di permanenza, soprattutto in ragione del reddito ridotto o irregolare, i risparmi sono limitati, così come i rapporti con le banche. Dopo questa prima fase e in concomitanza con il consolidamento della condizione lavorativa, abitativa e familiare, il cittadino straniero acquisisce un progressivo interesse verso forme di risparmio più evolute. In tale percorso il migrante risulta sempre diviso tra la sua proiezione nel paese di residenza e la sua prospettiva di rientro in quello di origine. La forma più diffusa di risparmio è rappresentata dall'acquisto di un'abitazione nel paese nativo, che viene considerata sia una forma sicura di accantonamento delle risorse finanziarie, sia un investimento che si adatta bene a diverse esigenze del migrante nel lungo periodo».

¹² FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 12: «in termini di bisogni finanziari si fa riferimento ai servizi di educazione finanziaria e assistenza di impresa i quali, attraverso l'informazione e l'istruzione, sviluppano nei soggetti la capacità di gestire risorse e strumenti finanziari in modo efficace e adeguato. Nel caso di offerta o invito rivolti al pubblico ed indirizzati a diverse categorie di persone individuate in base a qualità personali rilevanti come fattori di discriminazione, possono avere ad oggetto beni o servizi prodotti *ad hoc* per le peculiari esigenze di destinatari che presentino quelle qualità personali. Si pensi a particolari condizioni studiate dalle banche, contenute in offerte per l'accensione di un conto corrente di corrispondenza o la concessione di un'apertura di credito o di un mutuo o la stipula di polizze auto, casa, famiglia, fideiussorie o sanitarie per stranieri. La cautela si impone, perché tali offerte o inviti hanno spesso una finalità diametralmente opposta a quella apparente, essendo volti non già a facilitare la conclusione di contratti e così l'accesso proprio degli stranieri a servizi di primaria importanza, come i servizi bancari, bensì a celare il rifiuto di contrattare con gli stranieri che intendano aderire alle condizioni predisposte per la generalità dei clienti. In tal caso, si tratta, senza dubbio, di offerte o inviti discriminatori. Pertanto, le offerte potranno essere accettate da chiunque e parimenti gli inviti potranno essere da chiunque posti a base di un'offerta».

impresa, acquisto di beni di consumo durevoli, acquisto di un'abitazione.

In riferimento alle strategie messe in atto dai migranti emerge che, di fronte alla necessità di accedere al credito, la prima soluzione a cui gli stessi si rivolgono è rappresentata dai servizi delle società finanziarie, piuttosto che dalle banche¹³. Infatti, l'offerta bancaria non sempre risponde alle specifiche esigenze dei migranti, trovando risposte più adeguate ai propri bisogni presso le finanziarie¹⁴.

Un'altra esigenza sentita nell'ambito dei finanziamenti è quella di trovare interlocutori in grado di considerare che, a causa del tipo di occupazione di molti migranti, esiste una vasta presenza di contratti atipici¹⁵. Per questo motivo, i flussi di reddito possono risultare a volte incostanti, e molti migranti ritengono utile individuare prodotti finanziari che tengano conto di questa situazione¹⁶.

In linea generale i migranti manifestano una certa difficoltà nell'accesso al mercato del credito italiano. Confrontando il mercato con quello del paese di origine, si notano delle differenze: ad esempio, l'analisi del reddito appare più dettagliata nel mercato italiano, mentre nei paesi di origine c'è una maggiore richiesta di garanzie¹⁷. Tuttavia, è importante riconoscere che anche nei paesi di origine l'accesso al mercato del credito non è facile, sebbene risulti più agevole per coloro che possono contare su risorse inviate dall'estero¹⁸. A livello sociale una convinzione piuttosto condivisa è che alcuni fattori legati allo *status* di migrante condizionino l'accesso al credito, al di là del profilo economico del richiedente o delle oggettive condizioni di mercato. Tali fattori sono, in particolare: la minore conoscenza del contesto italiano, le difficoltà con la lingua e, in ultimo, un diffidenza che, reale o supposta che sia, è comunque percepita da molti migranti. Da prassi

¹³ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 20.

¹⁴ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 20: le finanziarie, infatti, presentano alcuni vantaggi nel loro modello di servizio, tra cui i tre più apprezzati sono: la rapidità delle procedure (e conseguentemente tempi brevi di erogazione), la richiesta di minore documentazione rispetto alle banche e una maggiore flessibilità riguardo alle condizioni del finanziamento (ad esempio, sugli importi erogati e sul numero di rate).

¹⁵ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 20.

¹⁶ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 20.

¹⁷ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 21.

¹⁸ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 21.

bancaria, però, una parte dei migranti si mostra ben disposti verso i prodotti di finanziamento in Italia con l'obiettivo di un investimento nel paese di origine (alcuni fra i partecipanti all'indagine hanno già effettuato operazioni di questo tipo). Quindi, si evidenziano delle strategie di risparmio/credito da una parte (Italia) e investimento/accumulazione dall'altra (paese di origine), in una sorta di progetto finanziario transnazionale¹⁹.

Nella ricerca di finanziamenti, quando il mercato ordinario risulta inaccessibile, si attivano altre strategie per accedere al credito attraverso canali alternativi. Molti segnalano che il supporto di amici e familiari è piuttosto limitato a causa della scarsità di risorse disponibili; diversi migranti notano che tali soluzioni erano più efficaci in passato, ma attualmente, a causa delle condizioni economiche, l'aiuto proveniente da amici e parenti è circoscritto a somme esigue. Tra le soluzioni informali, una strategia piuttosto comune è quella conosciuta come "catena" (che assume nomi diversi a seconda della comunità)²⁰. È importante notare che tali pratiche non sono originate nel contesto migratorio italiano, ma sono meccanismi già diffusi nei paesi di origine. Al di là della specificità della soluzione appena descritta, ciò che emerge in molti casi è la presenza di legami di solidarietà all'interno della comunità²¹. In generale, si potrebbe pensare di unire la tradizione

¹⁹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 22: questo è rilevante per i migranti, non solo relativamente ai differenziali di prezzo, ma anche alle prospettive di rientro. Tale tipologia di risparmio-investimento articolata su due paesi (fra l'Italia e il paese di origine) è considerata strategica per quanto l'opinione generale è quella di non trovare prodotti e servizi finanziari adeguati a tali scopi.

²⁰ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 22: il meccanismo della catena è semplice ma ingegnoso: un gruppo di persone concorda che, per un numero di mesi equivalente ai partecipanti, ciascuno versi una somma fissa stabilita e, ogni mese, uno dei membri del gruppo preleva l'importo totale. In questo modo, ogni persona ha accesso a un credito mensile (alternato tra i partecipanti) a fronte di un pagamento fisso costante, simile a una rata. È evidente che un meccanismo di questo tipo si fonda esclusivamente su un alto livello di fiducia reciproca.

²¹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 22: questo patrimonio relazionale potrebbe, almeno in teoria, assumere anche una funzione finanziaria, a patto che siano disponibili progetti e prodotti capaci di sistematizzare, organizzare e valorizzare tali legami. Infatti, focalizzandosi sull'ambito del credito, i legami di fiducia e cooperazione spontanea all'interno della

mutualistica italiana con il patrimonio di fiducia e cooperazione presente nelle comunità di migranti²². Oltre a identificare le criticità dei prodotti attuali, molti migranti esprimono interesse per soluzioni più adatte alle loro necessità, ma attualmente non disponibili sul mercato²³. Inoltre, si segnala la limitata presenza di accordi bilaterali tra banche italiane e quelle del paese di origine, che permetterebbero di inviare denaro a spese ridotte²⁴. Infine, è importante considerare la crescente domanda di prodotti che rispettino determinate linee guida religiose, come nel caso della comunità musulmana in Italia²⁵. Questa domanda, infatti, è in aumento, specialmente tra le comunità migranti che stanno vivendo recenti processi di bancarizzazione e/o che hanno sviluppato, giungendo in Italia, una particolare sensibilità verso le norme religiose nel settore finanziario²⁶.

Sulla valutazione del merito creditizio, le metodologie utilizzate sono quelle convenzionali. Eventualmente sussiste la difficoltà, soprattutto per la mancanza di informazioni, di valutare la capacità economica e l'affidabilità di una clientela ancora poco consolidata in Italia²⁷.

comunità non riescono a essere sfruttati a causa di limiti come la ridotta capacità di risparmio del singolo. Tuttavia, potrebbero essere concepite soluzioni per superare questo limite attraverso un servizio di raccolta del risparmio ed erogazione di credito tra i membri della comunità.

²² FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 22.: «all'interno della comunità sono spesso presenti forti legami di solidarietà e cooperazione tra i membri, e, con ovvie limitazioni, tale patrimonio relazionale svolge una funzione in campo finanziario (per esempio, per prestiti di piccole somme o nel caso del già menzionato meccanismo della "catena"). Tuttavia, al fine di valorizzare ulteriormente la funzione che possono svolgere in ambito finanziario tali legami di solidarietà, è necessario immaginare strumenti e servizi adeguati a tale finalità».

²³ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 22.

²⁴ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 23.

²⁵ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 23.

²⁶ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 23.

²⁷ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 26: in relazione ai punti chiave che gli operatori considerano distintivi della propria offerta, due risultano particolarmente rilevanti: l'importanza della componente linguistica e l'attenzione al rapporto relazionale nell'approccio alla domanda. In particolare, per quanto concerne quest'ultimo aspetto, si riconosce generalmente la necessità di instaurare un legame che possa colmare la mancanza di conoscenza (anche reciproca) e superare la diffidenza che i migranti possono nutrire verso gli intermediari finanziari. Le strategie adottate per raggiungere questi obiettivi variano in base al tipo

In merito ai canali di vendita e alle modalità di approccio alla domanda, la maggior parte degli operatori dell'offerta è convinta della necessità di adottare un atteggiamento attivo, in cui è l'offerta a dover progredire verso la domanda, piuttosto che viceversa²⁸. In questo contesto, la comunità svolge un ruolo fondamentale, poiché rappresenta lo spazio sociale privilegiato nel quale si può non solo facilitare l'incontro tra domanda e offerta, ma anche fornire informazioni ai migranti, basandosi su un contesto familiare e di fiducia²⁹. Nell'individuare gli eventuali fattori che ostacolerebbero l'accesso dei migranti ai servizi finanziari, gli operatori dell'offerta individuano alcuni elementi di maggiore criticità: modalità di accoglienza non adeguate; incapacità di superare la barriera costituita dalla sfiducia iniziale che spesso i migranti hanno nei confronti degli operatori finanziari; l'assenza (o la ridotta efficacia) di strategie di *marketing* e comunicazione efficaci e adeguate. Oltre ai fattori appena citati, ne vengono individuati anche altri (orari di apertura al pubblico non adeguati, onerosità della procedura) che, però, sono considerati essere meno rilevanti. Relativamente alla presente indagine, si evince, dunque, che emergono delle criticità nella politica di accesso al credito nei confronti dei migranti e proprio per questo nelle prossime pagine ci si soffermerà sui rischi di discriminazione, nonché sugli eventuali rimedi che questi soggetti possono incontrare nelle varie fasi del rapporto con gli operatori finanziari.

1.1. Segue. *La disciplina sull'antimoney laundering.*

In merito all'accesso ai crediti da parte dei migranti, è opportuno considerare anche la normativa relativa all'*antiriciclaggio*. Il decreto legislativo italiano 90/201 attua la direttiva 2015/849/UE, nota come IV direttiva antiriciclaggio. Tra i principali risultati di questa direttiva vi è la definizione di alcuni principi fondamentali che mirano a stabilire l'approccio "conosci il tuo cliente" negli Stati membri. Questo

di operatore finanziario, alla sua dimensione e alla sua presenza sul territorio: si passa dalla creazione di spazi fisici di accoglienza dedicati, alla valorizzazione del lavoro realizzato dall'agente o dai singoli addetti nelle relazioni che riescono a costruire con le comunità o con un numero adeguato di migranti.

²⁸ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 26.

²⁹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, 26.

approccio può essere considerato un requisito di *due diligence* nei confronti della clientela. Infatti, il cliente deve essere identificato attraverso un documento di identità valido, un permesso di soggiorno o un altro documento pertinente, di cui l'agente è tenuto a conservare una copia. Inoltre, la direttiva impone obblighi di conservazione dei dati, ulteriori garanzie per la legalità delle operazioni di trasferimento. La normativa antiriciclaggio, inoltre, richiede agli intermediari e agli agenti nazionali e comunitari di segnalare operazioni sospette, rappresentando così un importante strumento di contrasto al riciclaggio, come abbiamo già accennato. Attualmente è in vigore una nuova direttiva europea in materia, la V direttiva³⁰. Le iniziative per implementarlo in Italia sono state avviate nel luglio 2019 all'interno del Parlamento italiano, ma si sono fermate a causa di una crisi di governo, lasciando valido il decreto legislativo 90/2017. Tuttavia, non è questa l'unica normativa attualmente in vigore: rimane valido anche il decreto legislativo 231/2007, noto come decreto antiriciclaggio, che stabilisce un limite di 1.000 euro per le operazioni di trasferimento di denaro. Questo limite è il motivo per cui i trasferimenti di denaro a scopo di riciclaggio vengono spesso effettuati in importi contenuti, appena al di sotto della soglia: si tratta dei noti casi di *smurfing*³¹. È chiaro che i trasferimenti di denaro suscitano grande preoccupazione in Italia e richiedono un'attenzione specifica, soprattutto per le transazioni effettuate tramite intermediari UE o attraverso canali informali, che, come già accennato, sono più difficili da monitorare. Anche gli operatori comunitari sono interessati da questa asimmetria normativa, che li rende controllabili solo dallo Stato che li ha autorizzati ad

³⁰ S. MASI, *V direttiva antiriciclaggio: obiettivi, ambito di riforma, modifiche*, in *Altalex*, 2019.

³¹ Da parte delle organizzazioni criminali, per riciclare ingenti somme di denaro flussi finanziari, possono essere utilizzati i canali formali di trasferimento. Uno dei metodi più efficaci per individuare le transazioni sospette è monitorare operazioni ripetitive che comportano trasferimenti di denaro leggermente al di sotto del limite stabilito dalla legge. Queste transazioni di modesta entità, artificialmente mantenute sotto la soglia dei mille euro, rappresentano il cuore dello “*smurfing*”, una pratica che negli ultimi anni è stata ampiamente adottata, in particolare – ma non solo – dai migranti cinesi. Cfr. L. Izzo, ‘Smurfing’ e money transfer: l'ultima frontiera delle truffe, in <https://www.studiocataldi.it/articoli/23470--quotsmurfing-quot-e-money-transfer-l-ultima-frontiera-delle-truffe.asp>, 2016.

operare, mentre i canali informali non rientrano in alcun quadro giuridico³².

Gli istituti bancari di tutta Europa stanno tentando di determinare la modalità più appropriata per offrire i propri servizi ai richiedenti asilo, tenendo presente le rigorose normative relative al finanziamento del terrorismo e all'antiriciclaggio. I funzionari delle banche sono infatti tenuti a verificare accuratamente l'identità dei loro clienti, assicurandosi che i requisiti per i potenziali rifugiati vengano rispettati, anche in assenza di un documento di identità valido per l'apertura di un conto bancario. Tuttavia, senza un conto risulta difficile ricevere uno stipendio: paradossalmente, questo problema burocratico ostacola ai lavoratori la possibilità di colmare alcune lacune in settori chiave dell'economia³³.

Estremamente rilevante è il recentissimo c.d. “AML Package”, ovvero il pacchetto di riforma della disciplina dell'antiriciclaggio e del

³² Il Financial Action Task Force – Gruppo d'azione finanziaria (FATF-GAFI), che coordina a livello globale le politiche di prevenzione del riciclaggio (AML) e del finanziamento del terrorismo (CTF), ha pubblicato un rapporto che esamina i rischi associati al traffico di migranti in relazione al riciclaggio di denaro e al finanziamento del terrorismo. Nonostante l'aumento del traffico di migranti, molti Stati non lo considerano un reato di alto rischio per il riciclaggio di denaro e i flussi finanziari connessi sono raramente sottoposti a indagini. Il rapporto evidenzia i metodi più frequenti per trasferire e riciclare i proventi dal traffico di migranti, ad esempio integrando questi guadagni in attività legittime come negozi, agenzie di viaggio e compagnie di trasporto, oltre all'uso crescente di professionisti del riciclaggio. Basandosi sulle esperienze di vari paesi, il rapporto offre raccomandazioni e buone pratiche per aiutare le autorità a monitorare più efficacemente i proventi illeciti e migliorare l'efficacia delle indagini sul riciclaggio di denaro. Inoltre, il rapporto sottolinea l'urgenza per i paesi di riconoscere i rischi di riciclaggio di denaro legati al traffico di migranti e di seguire attivamente il denaro connesso a tale attività criminale, promuovendo una collaborazione più intensa con le autorità nazionali e internazionali.

³³ Si tratta di un problema particolarmente acuto in Svezia, paese che vanta uno dei più alti numeri di migranti in fuga dai conflitti in Siria, Afghanistan e in altre aree del Medio Oriente: nel 2015, ben 163.000 migranti si sono infatti diretti in Svezia, attratti dalle leggi del paese generose in materia di asilo politico e da un sistema di welfare ben funzionante. Tuttavia, a meno di 500 di questi migranti in attesa è stato concesso lo status di rifugiato e quindi meno dell'uno per cento di migranti ha potuto trovare un'occupazione stabile mentre ci sono decine di migliaia di posti di lavoro disponibili. La Svezia sta infatti vivendo un vero e proprio boom economico, alimentato in parte dalla maggiore spesa pubblica orientata sui migranti, con il prodotto interno lordo in aumento del 4,5 per cento nell'ultimo trimestre del 2015.

contrasto al finanziamento del terrorismo, che diventa un “corpus normativo unico” in materia di lotta al riciclaggio. Questo è composto da: la VI Direttiva Antiriciclaggio, ovvero la Direttiva (UE) 2024/1640 del 31 maggio 2024 relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica la Direttiva (UE) 2019/1937, e abroga la direttiva (UE) 2015/849³⁴; il Regolamento Antiriciclaggio, c.d. “single rulebook”, ovvero il Regolamento (UE) 2024/1624 del 31 maggio 2024, relativo alla prevenzione dell’uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo³⁵; il Regolamento (UE) 2024/1620 del 31 maggio 2024 che istituisce l’Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (AMLA) e che modifica i Regolamenti (UE) n. 1093/2010, (UE) n. 1094/2010 e (UE) n. 1095/2010³⁶. Le novità dell’AML package sono dunque: il diritto per i portatori di un interesse legittimo (giornalisti, organizzazioni della società civile, autorità competenti e gli organi di vigilanza) di accesso immediato, non filtrato, diretto e gratuito

³⁴ Gli Stati membri dovranno recepirla nel proprio ordinamento normativo entro il 10 luglio 2027, ad eccezione: degli artt. 11, 12,13 e 15 (ovvero le norme relative al registro sui titolari effettivi), che dovranno essere recepiti entro il 10 luglio 2026 dell’art. 18 (ovvero al punto di accesso unico alle informazioni sui beni immobili), che dovrà essere recepito entro il 10 luglio 2029.

³⁵ Il Regolamento si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2027, ad eccezione per i soggetti obbligati di cui all’art. 3, punto 3), lettere n) e o) (agenti calcistici e società calcistiche professionistiche), ai quali si applicherà a decorrere dal 10 luglio 2029.

³⁶ Il recentissimo regolamento europeo 2024/1629, che si applicherà a decorrere dal 1 luglio 2025, in materia di lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo armonizza e chiarisce per la prima volta le norme in vigore in tutta l’UE, eliminando i punti deboli sfruttati dagli autori delle frodi. Inoltre, le norme sono applicate meglio e in modo più coerente. Ad esempio, contiene disposizioni più dettagliate in materia di adeguata verifica della clientela e titolarità effettiva, nonché in merito ai poteri dei supervisor nazionali e delle unità di informazione finanziaria (FIU). Si istituisce un quadro normativo direttamente applicabile che prevede requisiti per i soggetti obbligati, in particolare enti creditizi e finanziari come anche imprese e professioni non finanziarie designate (ad es. avvocati e contabili). Tali soggetti svolgono un ruolo centrale di custodi nel quadro AML/CFT, in quanto godono di una posizione privilegiata per quanto riguarda l’individuazione di attività sospette. Le nuove norme riguarderanno anche la maggior parte del settore delle cripto-attività. Tutti i prestatori di servizi per le cripto-attività dovranno effettuare un’adeguata verifica in relazione alla loro clientela. In pratica dovranno verificare i fatti relativi ai loro clienti e segnalare eventuali sospetti a una FIU.

alle informazioni sui titolari effettivi presenti nei registri nazionali; ulteriori poteri alle Unità di Informazione Finanziaria (UIF); ulteriori misure di dovuta diligenza, controlli rafforzati sull'identità dei clienti e ulteriori obblighi di segnalazione per i soggetti obbligati, la definizione di beni di valore elevato, l'estensione alle società di calcio professionistiche del controllo sull'identità dei clienti, del monitoraggio delle transazioni e delle segnalazioni delle transazioni sospette alle UIF; ulteriori disposizioni di vigilanza per gli individui con un patrimonio totale di almeno 50.000.000 di euro, esclusa la residenza principale; inserimento di un limite di 10.000 euro per i pagamenti in contanti nell'UE, tranne che tra privati, in un contesto non professionale.

2. Le criticità del modello dell'access justice. La rilevanza delle carenze linguistiche degli immigrati nella valutazione del merito creditizio.

Secondo il legislatore europeo, l'adeguatezza degli obblighi di informazione che gravano sugli operatori finanziari è parametrata alle caratteristiche del consumatore medio³⁷. Tuttavia, tale scelta lede i consumatori immigrati, che presentano profili di vulnerabilità ulteriori rispetto al consumatore medio³⁸. Infatti, l'eccessiva standardizzazione degli obblighi informativi semplifica troppo l'obbligo informativo, ridotto spesso alla sola consegna di un modulo con le informazioni legalmente previste, che tralasciano ogni apprezzamento relativo all'adeguatezza del comportamento attuati verso gli stessi consumatori³⁹. Infatti, «l'idoneità delle informazioni è misurata non in rapporto al tasso di dati adeguato ad assicurare una scelta consapevole a quel consumatore, ma ad un parametro uniforme del quale può

³⁷ G. MATTARELLA, L'inclusione finanziaria degli immigrati. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari, Torino, 2021, 18.

³⁸ G. MATTARELLA, op. cit., 18.

³⁹ G. MATTARELLA, op. cit., 18. Vedi anche R. ALESSI, Gli obblighi di informazione tra regole di protezione del consumatore e diritto contrattuale europeo uniforme e opzionale, in Eur. dir. priv., 2013, 2, 325; S. PAGLIANTINI, Il credito al consumo tra vecchi e nuovi formalismi, in G. DE CRISTOFARO, La nuova disciplina comunitaria del credito al consumo: la direttiva 2008/48/CE e l'armonizzazione «completa» delle disposizioni nazionali concernenti «taluni aspetti» dei «contratti di credito ai consumatori», Torino, 2008, 105.

chiedersi il rispetto ad ogni professionista»⁴⁰. Tale atteggiamento, emerso anche in alcune pronunce dell'A.B.F.⁴¹, fa nascere una “presunzione di consenso informato” del cliente, che impedisce a soggetti immigrati, con una scarsa conoscenza della lingua italiana, sia di avere consapevolezza del rapporto giuridici, sia di far valere una responsabilità in capo alla controparte⁴². Inoltre, le normative vigenti in ambito bancario non impongono un obbligo di traduzioni delle condizioni generali di contratto o dei documenti informativi nella lingua dell'immigrato, rispetto invece agli obblighi traduzione previsti agli artt. 122, c.p.c., e 143, c.p.p., dei rispettivi processi civili e penali⁴³. Sorprende, dunque, come nel nostro ordinamento ci sia una certa attenzione nel far comprendere i propri diritti all'immigrato, in particolare in sede processuale, ma nello stesso tempo nulla si dice relativamente al diritto di avere una piena conoscenza degli strumenti economici di cui potrebbe disporre l'immigrato.

⁴⁰ G. MATTARELLA, op. cit., 18.

⁴¹ V. A.B.F. Milano 17 febbraio 2012, n. 537 in www.arbitrobancariofinanziario.it. Nella fattispecie, degli immigrati di nazionalità romena eccepivano ex art. 1418 c.c. la nullità di un contratto derivato a copertura del rischio di variazione del tasso di interesse di un finanziamento, in quanto non adeguatamente informati dall'intermediario, anche a causa del difetto di comprensione della lingua italiana. Il Collegio, rigettando il ricorso, si limita a rilevare l'avvenuta sottoscrizione della documentazione (il contratto quadro per le operazioni su strumenti finanziari derivati e il documento sulla natura e i rischi degli strumenti finanziari derivati), dalla quale risulta il corretto espletamento degli obblighi di comportamento previsti dalla legge. V. R. Alessi, op. cit., 327, per la quale nemmeno la disciplina dei servizi di investimento è esente dal vizio della standardizzazione. Ed infatti, secondo la disciplina MiFID I, l'intermediario doveva fornire ai suoi interlocutori tutte le informazioni necessarie cosicché essi potessero comprendere la natura del servizio di investimento, il tipo di strumento finanziario che veniva loro proposto e i rischi connessi e, di conseguenza, potessero prendere una decisione di investimento con cognizione di causa. Ma anche a questo riguardo si consentiva, ex art. 19, § 3, direttiva 2004/39, che tali informazioni fossero fornite in formato standardizzato, pur con le precauzioni e i limiti di cui all'art. 3 della direttiva 2006/73, ma solo nel caso in cui non si tratti di informazione versata in supporto cartaceo. Tale scelta, peraltro, è stata confermata dall'art. 24, direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II). Per un commento alla MiFID II v. A. Perrone, Servizi di investimento e tutela dell'investitore, in Banca, borsa, tit. cred., 2019, 1, 1 ss.

⁴² G. MATTARELLA, op. cit., 18 e 19.

⁴³ G. MATTARELLA, op. cit., 19.

In attuazione delle direttive in materia 2008/48/CE e 2014/17/UE, secondo gli art. 124 bis⁴⁴ e 120 undecies, t.u.b.⁴⁵, il finanziatore deve raccogliere le informazioni sulla capacità di rimborso del consumatore. Nello specifico il 120 undecies rispetto al 124 bis fornisce indicazioni più complete sugli strumenti in base al quale il finanziatore potrà fare ricorso per la valutazione del merito creditizio e cioè «informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate». La norma pone in capo al finanziatore l'obbligo di raccogliere e verificare informazioni sulla situazione economica e finanziaria del cliente. L'art. 124 bis si limita invece a parlare di informazioni adeguate, ma introduce la possibilità di ricorrere alla consultazione di una banca dati.

Da una prima analisi si evince che l'art. 120 undecies «regola in maniera specifica» il profilo informativo rispetto al 124 bis, poiché presuppone che la valutazione del merito creditizio si basi su informazioni necessarie, sufficienti, proporzionate, opportunamente verificate⁴⁶. Non a caso la valutazione del merito creditizio del

⁴⁴ Il primo comma dell'art. 124 bis prevede che «prima della conclusione del contratto di credito, il finanziatore valuta il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando una banca dati pertinente».

⁴⁵ I primi due commi dell'art. 120 undecies stabiliscono che «prima della conclusione del contratto di credito, il finanziatore svolge una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore, tenendo conto dei fattori pertinenti per verificare le prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito. La valutazione del merito creditizio è effettuata sulla base delle informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate. Le informazioni di cui al comma 1 comprendono quelle fornite dal consumatore anche mediante l'intermediario del credito; il finanziatore può chiedere chiarimenti al consumatore sulle informazioni ricevute, se necessario per consentire la valutazione del merito creditizio».

⁴⁶ M.R. NUCCIO, *Merito creditizio e tutela del consumatore*, Napoli, 2020, 15. Vedi anche S. PAGLAINTINI, *Il sovraindebitamento del consumatore. Studio critico sull'esdebitazione*, Torino, 2018, 42 che rinviene nell'art. 120 undecies t.u.b. una disciplina vocazione generale che sposa l'attenzione sulla concessione abusiva del credito piuttosto che sulla meritevolezza del consumatore. Invece V. SANGIOVANNI, *Contratti di credito ai consumatori ed errata verifica del merito creditizio*, in *Contratti*, 2019, 687 si chiede se l'art. 124 bis e l'art. 112 undecies siano da considerare come «espressione generale di un principio generale» per tutti i contratti di credito, che comporti una responsabilità dovuta a un'adeguata verifica del merito creditizio.

consumatore diviene «approfondita», basandosi su «fattori pertinenti», «informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore»⁴⁷. Inoltre, la ragionevolezza⁴⁸ deve far sì che il finanziatore raccolga informazioni accurate e non superficiali. Invero, il comma 2 dell'art. 120 undecies, t.u.b., dà la possibilità a quest'ultimo di chiedere «chiarimenti al consumatore sulle informazioni ricevute», ammettendo la possibilità di utilizzare le informazioni che il consumatore ha fornito all'intermediario⁴⁹. Il finanziatore dovrebbe compiere un'attenta valutazione del merito creditizio del consumatore, nell'interesse della banca, del sistema economico-finanziario, che si basa sul corretto «funzionamento del processo di selezione dei prenditori di credito e, di riflesso, sulla corretta allocazione delle risorse»⁵⁰. A tal proposito, l'art. 18 della recente direttiva 2023/2225/UE prevede «che il creditore debba effettuare una valutazione approfondita del merito creditizio del consumatore. Tale valutazione è effettuata nell'interesse del consumatore, per evitare pratiche irresponsabili in materia di concessioni di prestiti e sovraindebitamento, e tiene adeguatamente conto dei fattori pertinenti ai fini della verifica delle prospettive di adempimento da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito»⁵¹. La

⁴⁷ G. LIBERATI BUCCIANI, *Il merito creditizio del consumatore*, Milano, 2019, 44.

⁴⁸ Vedi G. PERLINGIERI, *Sul criterio di ragionevolezza*, in AA.VV., *L'incidenza della dottrina sulla giurisprudenza nel diritto dei contratti*, Napoli, 2016, 29.

⁴⁹ G. LIBERATI BUCCIANI, *op. cit.*, 44.

⁵⁰ F. CIRAULO, *L'attività di valutazione del merito creditizio tra lacune normative e mercati in trasformazione*, in D. CATERINO (a cura di), *Studi in onore di Sabino Fortunato. Banca, finanza, assicurazione*, Bari, 2023, IV, 2747.

⁵¹ Al paragrafo 3 l'art. 18 della direttiva 2023/2225/UE fornisce linee guida più precise per la valutazione del merito creditizio, che «è effettuata sulla base di informazioni pertinenti e accurate sul reddito e sulle spese del consumatore e su altre informazioni sulla situazione economica e finanziaria, che siano necessarie e proporzionate rispetto alla natura, alla durata, al valore e ai rischi del credito per il consumatore. Tali informazioni possono comprendere elementi probatori del reddito o di altre fonti di rimborso, informazioni sulle attività e passività finanziarie o informazioni su altri impegni finanziari. Dette informazioni non includono le categorie particolari di dati di cui all'articolo 9, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2016/679 (dati sanitari). Le informazioni sono ottenute da pertinenti fonti interne o esterne, incluso il consumatore e, ove necessario, sulla base di una consultazione di una banca dati di cui all'articolo 19 della presente direttiva. I *social network* non sono considerati una fonte esterna ai fini della presente direttiva. Le informazioni, ottenute

norma, adeguandosi poi alle disposizioni privacy⁵² successive alle precedenti direttive in merito, chiarisce come raccogliere le informazioni inerenti al reddito e alla situazione economica del consumatore, escludendo tutte quelle informazioni che possono essere sulla rete come i social network, nonché anche l'importanza di verificare l'attendibilità delle informazioni, lasciando autonomia ai creditori per verificarlo.

La condivisione delle informazioni sul merito creditizio degli extracomunitari potrebbe richiedere, forse, la creazione di accordi internazionali plurilaterali per lo scambio di informazioni, tra le Centrali dei rischi pubbliche degli Stati membri dell'UE e quelle dei paesi terzi di origine, ispirandosi al modello del Memorandum of Understanding. È importante considerare che frequentemente i sistemi di informazione creditizia nei paesi di origine dei migranti sono poco sviluppati, il che significa che questi ultimi non dispongono di una storia creditizia nemmeno nel loro paese. Come evidenziato da uno studio della World Bank⁵³, la percentuale di popolazione registrata in tali sistemi informativi creditizi è molto bassa rispetto al totale della popolazione. Tuttavia, alcuni Stati africani membri dell'UEMOA (Unione Economica e Monetaria Africana), grazie anche alla cooperazione dell'IFC International Financial Corporation, hanno istituito un credit bureau sovranazionale, che assicura, come Anacredit, il flusso di informazioni sul credito a livello transfrontaliero tra i paesi membri.

ai sensi del presente paragrafo, sono opportunamente verificate, se necessario attingendo a documentazione verificabile in modo indipendente».

⁵² Cfr. S. LANDINI, *Assicurazioni sanitarie e privacy*, in *dir. pubbl.*, 1, 2003, 242.

⁵³ WORLD BANK GROUP, *Credit Reporting Without Borders. A Regional Credit Reporting Project*, 2019, 43-44, in <http://documents.worldbank.org/curated/en/482141547662326461/pdf/133786-Credit-reporting-without-borders-final.pdf>. Attualmente non si registrano conclusioni di accordi plurilaterali tra le Centrali dei rischi dell'UE e quelle dei paesi terzi. D'altra parte, la stipula di accordi bilaterali, seguendo il modello dei Credit Bureau Data Exchange agreement, risulterebbe poco efficace a livello sistemico, considerando la vasta diversità geografica degli immigrati. Meno plausibile appare poi la proposta recentemente avanzata in alcuni report pubblici, di stabilire relazioni tra gli intermediari e gli stakeholder delle comunità migranti, come le strutture consolari o diplomatiche, le associazioni di migranti e le ONG. Questi soggetti non fanno parte del circuito creditizio e non garantiscono l'affidabilità necessaria nella raccolta e analisi dei dati.

La disciplina del merito creditizio presuppone una conoscenza adeguata e approfondita degli strumenti finanziari da parte del consumatore. Tuttavia, la scarsa comprensione della lingua rappresenta un ostacolo significativo per una valutazione accurata del merito creditizio, penalizzando in particolare l'immigrato, il quale non può avere il medesimo livello di familiarità del consumatore medio. Sul cliente immigrato incomberebbe, quindi, il rischio linguistico, ovvero il rischio di dover affrontare conseguenze negative derivanti da una comprensione incompleta o errata della dichiarazione di volontà dovuta alla barriera linguistica⁵⁴. L'assenza di obblighi di traduzione nella lingua degli immigrati rende fondamentale individuare strumenti di protezione adeguati, al fine di evitare che le difficoltà linguistiche vengano sfruttate dagli intermediari per realizzare pratiche di predatory lending⁵⁵. Un caso emblematico è rappresentato dai mutui subprime negli Stati Uniti, che hanno contribuito alla crisi finanziaria del 2008: secondo alcune commissioni d'inchiesta, i soggetti che hanno contratto mutui subprime erano per lo più afroamericani o ispanici, con una conoscenza limitata della lingua inglese⁵⁶. È comunque fondamentale superare il modello di access justice, che, sebbene elimini le discriminazioni nell'accesso a beni e servizi, continua a basarsi sulla figura del consumatore medio⁵⁷. L'obsolescenza di questo paradigma è stata già evidenziata in una Risoluzione del Parlamento Europeo, la quale ha messo in luce l'incapacità delle direttive consumeristiche di considerare le vulnerabilità sociali ed economiche, nonché la scarsa alfabetizzazione di alcuni consumatori⁵⁸. È quindi necessario introdurre misure a tutela dei consumatori vulnerabili, in particolare in settori ad alto rischio come quello finanziario⁵⁹.

La preoccupazione del legislatore europeo è solo quella di eliminare le asimmetrie informative, non tenendo conto che, oltre alla carenza di

⁵⁴ D. MEMMO, *La lingua nel diritto. Il rischio linguistico nella dichiarazione contrattuale*, in *Contr. Impr.*, 1985, 2, 475 ss.

⁵⁵ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 20.

⁵⁶ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 20. L'A. spiega che la giurisprudenza statunitense ha trattato espressamente di questioni attinenti alla tutela di clienti stranieri nei confronti delle banche, nulla dice quella italiana.

⁵⁷ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 20.

⁵⁸ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 20.

⁵⁹ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 20.

conoscenza del diritto, ci possono essere in condizione di svantaggio anche per motivi linguistici, di scarsa alfabetizzazione economica⁶⁰. Lo stesso t.u.b., inserendo «elementi di personalizzazione del rapporto negoziale», obbligherebbe gli intermediari a tenere conto delle conoscenze linguistiche dei consumatori, per offrire «un surplus di tutela che colmi lo iato tra la tutela standard del consumatore medio e quella del consumatore vulnerabile»⁶¹. Sostanzialmente la vulnerabilità del consumatore immigrato non deriva solo dall'asimmetria informativa, come sembra presupporre il diritto europeo dei contratti, ma è connessa soprattutto a fattori linguistici ed economici. La banca deve fare tutto il possibile per permettere al cliente straniero di capire appieno la tipologia di contratto che andrebbe stipulare.

Come emerge dai rapporti dell'Osservatorio nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti⁶², l'assenza di censimento degli immigrati nei sistemi informativi causa la loro esclusione dal sistema creditizio. In aggiunta a ciò, analizzando le categorie di dati impiegati dagli operatori economici per valutare la solvibilità del cliente, emerge chiaramente che coloro che hanno lavori precari o privi di un contratto e che non hanno rapporti precedenti con il circuito creditizio sono, di

⁶⁰ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 21: ne «consegue la necessità di superare un approccio basato sulla standardizzazione degli obblighi informativi, individuando una possibile soluzione ai problemi citati negli obblighi di assistenza presenti nel t.u.b. e, più in generale, nella capacità espansiva del principio di buona fede, fonte di integrazione del contratto». Vedi anche A.M. BENEDETTI, voce Contratto asimmetrico, in *Enc. dir., Annali*, Milano, 2012, V, 374: «Il consumatore in definitiva è debole perché non sa, e questa sua ignoranza spazia dai contenuti dell'affare di cui il contratto è veste giuridica (nel duplice loro senso economico: caratteristiche del bene o servizio [...] contenuto del regolamento contrattuale [...]) alle modalità anche procedurali con cui egli è chiamato ad esprimere la propria volontà di concluderlo»; V. ROPPO, Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 4, 769 ss.

⁶¹ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 21.: inoltre «alcune disposizioni, inoltre, impongono una condotta maggiormente cooperativa in presenza di una vulnerabilità economica del consumatore». L'A. sottolinea che «si è evidenziata la necessità di un superamento di una tutela incentrata sul consumatore medio, informato e avveduto, basata sull'adempimento formale degli obblighi informativi imposti *ex lege* anche quando essi siano *ictu oculi* insufficienti».

⁶² A.M. PANCALLO, *I diritti degli esclusi: il ruolo della finanza nel processo di inclusione sociale*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 438.

fatto, esclusi dalla possibilità di accedervi⁶³. Da ciò ne deriva la preclusione per gli immigrati di accedere al credito bancario, dato l'inevitabile responso negativo perché del merito creditizio. Sempre l'Osservatorio nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti, fa emergere una particolarità relativa agli immigrati di religione musulmana, che decidono di non accedere ai vari servizi bancari, finanziari e assicurativi, perché ritenuti contrari ai precetti dell'Islam⁶⁴. Infatti, l'introduzione della finanza islamica serve per permettere anche agli immigrati musulmani l'esercizio di una piena cittadinanza economica.

3. *Autonomia contrattuale e divieto di discriminazione.*

L'autonomia contrattuale permette di creare contratti progettati ad hoc in base alle esigenze specifiche dei clienti che possiedono caratteristiche personali che possono essere considerate come fattori di discriminazione, come avviene nei contratti bancari e di credito al consumo destinati al target del migrant banking: ad esempio, integra discriminazione il rifiuto di concludere il contratto alle condizioni applicate alla generalità dei contraenti⁶⁵. Va specificato che nella fase precontrattuale è vietato al contraente di discriminare, ma l'operatore finanziario non è tenuto ad osservare una parità di trattamento in questo momento del rapporto: la libertà di riservare un trattamento diverso alle controparti, per verificarne le qualità reali⁶⁶, è funzionale ad una

⁶³ G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 11.

⁶⁴ G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 23. Cfr. anche D. FRIGERI (a cura di), *Osservatorio Nazionale sull'inclusione finanziaria dei migranti in Italia*, in *CeSPI, VI Rapporto*, 2017, 84.

⁶⁵ Cfr. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 23. In tal senso anche M. NAPOLITANO, *Un nuovo rapporto tra banche e società multi-etnica*, in *Eichelos*, 2007, 16, 34 ss; P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Gli atti discriminatori e lo straniero nel diritto civile*, in ID. (a cura di), *Principio di uguaglianza e divieto di compiere atti discriminatori*, Napoli 2002, 19 ss; G. CARAPEZZA FIGLIA, *Divieto di discriminazione e autonomia contrattuale*, Napoli 2013, *passim*; E. NAVARRETTA, *Principio di uguaglianza, principio di non discriminazione e contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, 547 ss; P. FEMIA, *Interessi e conflitti culturali nell'autonomia privata e nella responsabilità civile*, Napoli 1996, spec. 456 ss.

⁶⁶ E. LODI, *Rating del rischio - Credito e immigrati, il versante del rischio*, in *Eichelos*, 2007, 16, 70 ss.

razionale operatività del divieto di discriminazione⁶⁷. Chiaramente opera il divieto in seguito al rifiuto di relazionarsi con una controparte considerata sgradita per un preconcetto. Tuttavia si ribadisce che l'operatore finanziario sia libero, per il resto, di adottare con i consumatori comportamenti diversificati, nel rispetto del divieto di discriminazione e del principio di buona fede⁶⁸.

Un primo intervento in materia di divieto di discriminazione si trova agli artt. 43 e 44 del d.lgs. 25 luglio 1998, n. 286⁶⁹ (il cosiddetto Testo unico sull'immigrazione) dove è presente una «clausola generale di non discriminazione»⁷⁰, sostenuta da una specifica azione civile e da diversi mezzi di tutela⁷¹. Si deve al legislatore europeo il fatto che la non discriminazione «assurga al rango di regola del diritto dei contratti, propagandosi, mediante i meccanismi di armonizzazione, nei singoli ordinamenti nazionali»⁷². Tale principio, accolto tra i Principles of the Existing EC Contract Law, viene elaborato nel diritto comunitario ad opera del Trattato di Amsterdam del 1997, dell'art. 13 del Trattato

⁶⁷ D. MAFFEIS, *Discriminazione (diritto privato)*, in *Annali* 2011, IV, 501 ss.

⁶⁸ Cfr. S. LANDINI, *Adeguatezza delle polizze collegate a contratti bancari*, in L. MEZZASOMA, A. BELLUCCI, A. CANDIAN, P. CORRIAS, S. LANDINI, E. LLAMAS POMBO, *La Banca-Assicurazione*, Napoli, 2017, 289.

⁶⁹ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Gli atti discriminatori e lo straniero nel diritto civile*, cit., 31 ss.

⁷⁰ Così, P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Gli atti discriminatori e lo straniero nel diritto civile*, cit., 31. La definizione di clausola generale è ripresa da B. TROISI, *Profili civilistici del divieto di discriminazione*, cit., 297; L. SITZIA, *Pari dignità e discriminazione*, cit., 58 ss.; M. MANTELLO, *Autonomia dei privati e principio di non discriminazione*, Napoli 2008, 7.

⁷¹ G. CARAPEZZA FIGLIA, *Il divieto di discriminazione quale limite all'autonomia contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 1391. Vedi anche D. MAFFEIS, *Il divieto di discriminazione*, in G. DE CRISTOFARO (a cura di), *I «principi» del diritto comunitario dei contratti. Acquis communautaire e diritto privato europeo*, Torino 2009, 267; M. BARBERA, *Introduzione. Il nuovo diritto antidiscriminatorio: innovazione e continuità*, in ID. (a cura di), *Il nuovo diritto antidiscriminatorio. Il quadro comunitario e nazionale*, Milano 2007, XIX.

⁷² G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1391.

istitutivo (attuale art. 19 del Tratt. FUE)⁷³. Autorevole dottrina⁷⁴ ritiene che «una prova eloquente del rinnovato approccio normativo, che rafforza l'azionabilità del divieto di discriminare nei rapporti tra privati, è offerta dalle iniziative intraprese per la revisione del diritto europeo dei contratti: i Princìpi Acquis e il Draft Common Frame of Reference». Inoltre, nonostante le direttive anti-discriminatorie non siano state concepite relativamente al contratto, l'Acquis Group⁷⁵ inserisce il

⁷³ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1391. Alla nota 22 l'A. specifica che «nella versione originaria dei Trattati istitutivi delle Comunità europee, il divieto di discriminazione non soltanto è privo di centralità, ma risulta finalizzato esclusivamente all'obiettivo di assicurare la libera circolazione dei fattori produttivi e instaurare il mercato comune (artt. 7; 40, comma 3; 48; 52; 59; 119, Tratt. CE). Sul punto si rinvia a C. FAVILLI, Uguaglianza e non discriminazione nella Carta dei diritti dell'Unione europea, in U. DE SIERVO (a cura di), *La difficile Costituzione europea*, Bologna 2001, 228. Il mutamento dell'approccio comunitario, consacrato dal Trattato di Amsterdam e dalla Carta di Nizza (artt. 20 e 21), esprime un ripensamento generale del ruolo del divieto di discriminazione nel diritto europeo, tanto sul piano dell'arricchimento del catalogo delle discriminazioni vietate, quanto su quello del rafforzamento della sua efficacia orizzontale e della diretta azionabilità nei rapporti interprivati». A tal proposito D. LA ROCCA, *Le discriminazioni nei contratti di scambio di beni e servizi*, in M. BARBERA (a cura di), *Il nuovo diritto antidiscriminatorio. Il quadro comunitario e nazionale*, Milano 2007, 50 ss.

⁷⁴ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1391.

⁷⁵ Cfr. Corte giust. 8 ottobre 1980, *Überschär*, c. 810/79, in *Racc.*, 1980, p. 2747; Corte giust. 22 novembre 2005, n. 144, *Werner Mangold c. Rüdiger Helm*, c. 144/04, in *F. it.*, 2006, IV, c. 133 ss. e in *G. it.*, 2006, 1816 ss., con nota di L. CIARONI, *Autonomia privata e principio di non discriminazione*, per cui la fonte del principio di non discriminazione si trova «in vari strumenti internazionali e nelle tradizioni costituzionali comuni agli Stati membri». La qualificazione della non discriminazione quale «principio generale del diritto comunitario» comporta che il suo rispetto non dipende dalla scadenza del termine di trasposizione delle singole direttive che lo specificano. I giudici nazionali, pertanto, sono sempre tenuti ad assicurare ai singoli una tutela effettiva, disapplicando ogni contraria disposizione di legge nazionale, di là dal corretto e tempestivo recepimento del diritto comunitario derivato. Si veda, altresì, Corte giust., Grande Sez., 19 gennaio 2010, *Seda Küçükdeveci*, c. 555/07, in *Racc.*, 2010, p. I-356, ove, sia pure con una formula maggiormente ambigua, le singole previsioni antidiscriminatorie vengono dotate di effetti diretti orizzontali, in virtù della loro ispirazione al principio generale di eguaglianza. Nella migliore dottrina, per tutti, C. FAVILLI, *Il principio di non discriminazione nell'Unione europea e l'applicazione ai cittadini di paesi terzi*, in D. TEGA (a cura di), *Le discriminazioni razziali ed etniche. Profili giuridici di tutela*, Roma 2011, 63 secondo la quale «L'efficacia diretta orizzontale è un connotato

divieto tra i principi generali della disciplina contrattuale, svincolandolo dall'ambito lavoristico⁷⁶. Non a caso, il Draft Common Frame of Reference inserisce nel capitolo 2 del libro II il divieto di discriminazione e menziona, per la prima volta, di «right not to be discriminated against»⁷⁷.

Si ritiene controversa l'operatività del divieto di discriminazioni indirette⁷⁸. «La figura può considerarsi una tecnica volta a dare rilievo all'altrimenti invisibile nesso di causalità che intercorre tra un fattore di discriminazione e l'effetto di disuguaglianza creato dall'autonomia contrattuale»⁷⁹, il cui «giudizio si focalizza sul grado di probabilità che l'esclusione non sia casuale»⁸⁰, svelando «la pretesa neutralità di un criterio di accesso alle utilità contrattuali, apparentemente applicabile a

indefettibile del principio di non discriminazione, qualificato come principio cardine di carattere imperativo del diritto dell'Unione europea».

⁷⁶ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1392 e 1393.

⁷⁷ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1393: «l'adozione della diversa terminologia appare ricca di significato, perché configura la non discriminazione non soltanto nei termini oggettivi del divieto, ma in quelli della situazione giuridica soggettiva, sì da favorire la penetrazione nel cuore del diritto privato patrimoniale: il diritto dei contratti» Cfr. Anche A. SOMMA, *Principio di non discriminazione e cittadinanza nel diritto privato europeo*, in G. ALPA, G. IUDICA, U. PERFETTI, P. ZATTI (a cura di), *Il Draft common frame of reference del diritto privato europeo*, Padova 2009, 259 ss.

⁷⁸ G. CARAPEZZA FIGLIA, *Il divieto di discriminazione quale limite all'autonomia contrattuale*, cit., 1395: «una discriminazione è indiretta quando una “disposizione”, un “criterio”, una “prassi” un “atto”, un “patto” o un “comportamento” “apparentemente neutri” possono mettere le persone di un determinato sesso, razza od origine etnica “in una posizione di particolare svantaggio” rispetto ad altre, a meno che tale disposizione, criterio, prassi, atto, patto o comportamento “siano oggettivamente giustificati da una finalità legittima e i mezzi impiegati per il conseguimento di tale finalità siano appropriati e necessari”». In tal senso ID, *Divieto di discriminazione e autonomia contrattuale*, cit., 89.

⁷⁹ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1396. Sottolinea D. LA ROCCA, *Eguaglianza e libertà contrattuale nel diritto europeo*, cit., 171, che la nozione di discriminazione indiretta è «resa indispensabile sia dalla necessità di prevenire e contrastare il facile “aggiramento” dei divieti di discriminazione fondati sul carattere esplicito del trattamento sfavorevole, sia dall'esigenza di colmare i “vuoti” di tutela derivanti dall'applicazione a situazioni differenziate di norme apparentemente “neutre” (eguali)».

⁸⁰ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1396. Vedi anche D. MAFFEIS, *Il diritto contrattuale antidiscriminatorio nelle indagini dottrinali recenti*, cit., 176; C. FAVILLI, *La non discriminazione nell'Unione europea*, Bologna 2009, 149; A. BETTETINI, *Divieto di discriminazioni e tutela del soggetto debole*, cit., 640.

tutti, che di fatto svantaggia i componenti di un certo gruppo rispetto alla collettività»⁸¹. Nell'ambito bancario, gli immigrati sono di fatto messi in una condizione di disparità, a causa delle ragioni già esposte per mancanza della conoscenza della lingua, delle leggi e perché molto spesso privi di strumenti conoscitivi dell'ambito finanziario. Sostanzialmente non c'è nessun limite all'autonomia contrattuale da parte della banca di stipulare con chi desiderano, ma di fatto il non fare nulla per mettere nelle condizioni di comprendere appieno i prodotti finanziari, potrebbe configurarsi anche come una discriminazione indiretta⁸².

⁸¹ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1396. In tal senso C.M. BIANCA, Il problema dei limiti all'autonomia contrattuale in ragione del principio di non discriminazione, in AA.VV., *Discriminazione razziale e autonomia privata*, Roma 2006, 65; P. MOROZZO DELLA ROCCA, La sospensione (senza preavviso) delle provvidenze INPS alla data di scadenza del permesso di soggiorno è illecita e discriminatoria, in *Resp. civ. e prev.*, 2022, 1-2, 24.

⁸² Vedi G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1396 in riferimento artt. 55 *bis*, comma 2, d. legisl. n. 198 del 2006; 2, comma 1, lett. *b* e 3, comma 4 d. legisl. n. 215 del 2003. L'A. Sottolinea che «anche l'art. 43, d. legisl. n. 286 del 1998 impiega una formula in grado di comprendere le discriminazioni indirette, là dove richiama "ogni comportamento che, direttamente o *indirettamente*, comporti una distinzione, esclusione, restrizione o preferenza", basata su un fattore di rischio». Nell'art. 2, comma 1, d. legisl. n. 215 del 2003, è fatto divieto di «qualsiasi discriminazione diretta o indiretta a causa della razza o dell'origine etnica (in termini identici si esprimono l'art. 2, comma 1, e il *considerando* 13 della direttiva 2000/43/CE)»; analogamente, secondo l'art. 55 *ter*, comma 1, d. legisl. n. 198 del 2006, «è vietata ogni discriminazione diretta e indiretta fondata sul sesso nell'accesso a beni e servizi e loro fornitura» (in termini identici, art. 4 e *considerando* 12 della direttiva 2004/113/CE). Secondo D. MAFFEIS, *Il diritto contrattuale antidiscriminatorio nelle indagini dottrinali recenti*, cit., 173, «il legislatore europeo del diritto dei contratti ha dettato regole e definizioni mescolando il diritto antidiscriminatorio *del lavoro* con il diritto antidiscriminatorio *dei contratti*, ma il compito dell'interprete è quello di tenere distinti i due ambiti elaborando regole diverse». Tuttavia, la riferibilità del divieto di discriminazioni indirette alla disciplina dei contratti trova una conferma definitiva nell'art. 3:102 dei Principi *Acquis*, che riproduce i precetti sulla discriminazione indiretta contenuti nel diritto comunitario derivato, considerandoli vigenti nella materia contrattuale, di là dal diritto del lavoro che è escluso dall'applicabilità dei *Principles* (art. 1:101).

4. *Big Data e migrant banking: opportunità e rischi.*

Relativamente al merito creditizio degli immigrati possono essere di ausilio le nuove tecnologie, come la Big data analytics, che, tramite tecniche di machine learning, utilizza la capacità dell'algoritmo di elaborare i dati⁸³. Considerando la quantità e la varietà di dati, che vengono raccolti da un soggetto indipendentemente da una relazione preesistente con un intermediario, i Big Data potrebbero contribuire a colmare le lacune informative nel mercato del migrant banking⁸⁴.

Per quanto riguarda la valutazione del merito creditizio, la banca ha una sua autonomia decisionale con dei limiti procedurali⁸⁵ e incorrerà

⁸³ G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, in *Giur. comm.*, 2020, 4, 702/I: «individuando correlazioni statistiche, e di fare associazioni in base agli esempi di partenza. Una volta mostrato all'algoritmo la *target variable* (nel caso del merito creditizio, un esempio di *default* del debitore), esso è in grado individuare le caratteristiche rilevanti nella decisione concreta, formulando il profilo corrispondente allo scopo (un modello di debitore solvibile)»; Cfr. ID, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., 73.

⁸⁴ G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati*, cit., 702: «ogni volta che si apre un sito, si effettua una ricerca o si interagisce nell'ambito di un social network si produce un'enorme mole di dati, non solo relativi a transazioni finanziarie — come quelli tradizionalmente utilizzati dagli intermediari — ma anche alla sfera personale. La possibilità di reperire informazioni proprio su quegli immigrati finanziariamente esclusi emerge chiaramente da ricerche empiriche, che evidenziano un'elevata frequenza di utilizzo degli strumenti informatici da parte di tali soggetti».

⁸⁵ ABF., Coll. coord. 29 novembre 2013, n. 6182, in *www.arbitrobancario-finanziario.it*; conforme, ABF, Collegio di Napoli, 7 aprile 2016, n. 3196, ivi; ABF, Coll. Napoli, 21 settembre 2016, n. 8100, ivi. A tal proposito G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati*, cit., 710/I afferma che «la sussistenza di un diritto del cliente a ricevere indicazioni sulle ragioni del diniego di credito, rapportate alle concrete circostanze individuali anche se generali, in quanto applicazione di criteri elaborati per la generalità della clientela; la specificità dell'indicazione delle motivazioni di esclusione dal credito, infatti, è imprescindibile affinché le risposte dell'intermediario possano pedagogicamente orientare il cliente nei suoi rapporti di credito presenti e futuri. Il principio di diritto, in realtà, costituisce un semplice corollario del principio di buona fede ed è tecnologicamente neutro, poiché l'obbligo di spiegazioni è riferito in generale al diniego di credito, a prescindere dal tipo di algoritmo utilizzato. Per conformarsi a tale principio, però, si dovrebbero spiegare i fattori che, nella fattispecie, hanno concretamente prodotto uno *scoring* negativo; dato che la tutela della proprietà intellettuale, invece, osta alla fornitura di informazioni specifiche circa il funzionamento dell'algoritmo, si crea dunque un contrasto con gli obblighi normativi derivanti dalla valutazione del merito creditizio».

in responsabilità solo qualora non abbia compiuto un'istruttoria adeguata e completa. Tuttavia, il problema di contestare della mancata concessione del credito può essere superato nel caso in cui il cliente lamenti una discriminazione per motivi razziali o etnici⁸⁶. Quest'ultimo potrà provare la discriminazione attraverso la presunzione legale, ex art. 4, comma 3, d.lgs. 215/2003, fornendo elementi di fatto, desunti anche da dati statistici, idonei a fondare la discriminazione⁸⁷. Il soggetto discriminato dovrà provare la diseguaglianza, generata da un sistema di credit scoring⁸⁸. Chiaramente il giudice non potrà basarsi solo sul dato statistico, ma dovrà valutare il fatto con equità e prudenza⁸⁹. Diversamente, l'intermediario dovrà dimostrare, ex art. 3, comma 4, d.lgs. 215/2003, che i Big Data utilizzati agiscono per una profilatura più completa degli immigrati, e che i criteri utilizzati non discriminatori, ma appropriati e necessari⁹⁰. Alcune correlazioni e inferenze automatizzate degli algoritmi possono apparire oggettive ma potrebbero riflettere pregiudizi: per quanto queste correlazioni potrebbero non avere intenti discriminatori, ma se la maggioranza di questi soggetti appartiene a minoranze razziali, tali variabili possono avere un impatto ingiusto sugli esiti delle richieste di prestito da parte dei consumatori⁹¹.

Come è stato autorevolmente sostenuto⁹², «entrare nell'algoritmo è estremamente difficile perché esso ha caratteristiche di opacità e complessità tali da rendere difficile il governo dei principali rischi, operativi o tecnologici»⁹³. In particolare, nel settore finanziario si

⁸⁶ G. MATTARELLA, *Big Data e accesso al credito degli immigrati*, cit., 709.

⁸⁷ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 710; in tal senso G. CARAPEZZA FIGLIA, *Il divieto di discriminazione quale limite all'autonomia contrattuale*, cit., 1413.

⁸⁸ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 710. Vedi anche D. MAFFEIS, *Voce Discriminazione (dir. priv.)*, cit., p. 503.

⁸⁹ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 710.

⁹⁰ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 710.

⁹¹ D.K. CITRON, F. PASQUALE, *The Scored Society: due process for automated predictions*, in *Washington Law Review*, 2014, 13-14.

⁹² M. RABITTI, *Intelligenza artificiale e finanza. La responsabilità civile tra rischio e colpa*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, suppl. 2 e 3, 309.

⁹³ Si vedano a tal riguardo M. RABITTI, *Internet Of Things, intelligenza artificiale e danno: l'incerta attribuzione della responsabilità*, in AA.VV., *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Napoli, 2021, p. 161 ss; F. CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, suppl. 3, 4 ss.

ritiene che le discriminazioni possano derivare dall'errato utilizzo dei dati⁹⁴. Inoltre, «i programmi di software hanno consentito di affiancare agli elementi tradizionalmente considerati anche i c.d. soft data, ovvero informazioni di carattere più generale sul richiedente (costituite da idee, opinioni e/o preferenze eventualmente espresse, abitudini comportamentali) o sulla comunità di appartenenza del medesimo»⁹⁵. Tale aumento dei dati comporta di conseguenza la crescita del «coefficiente di opacità della procedura di valutazione del merito creditizio»⁹⁶. Infatti, queste difficoltà nascono dall'elaborazione delle più variegata informazioni, considerando anche che i clienti non conoscono la logica, predisposta dai programmatori, che guida l'algoritmo nelle sue decisioni⁹⁷. L'uso di informazioni relative alla comunità di appartenenza dell'individuo o di semplici opinioni, preferenze o abitudini, che non siano direttamente collegate alla sua situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale, comporta il rischio di pratiche discriminatorie e, di conseguenza, può dar luogo a prospettive ancora più restrittive per l'accesso al credito da parte delle persone con minori possibilità di ottenere finanziamenti⁹⁸, come proprio gli immigrati.

Si comprende dunque che la digitalizzazione della filiera del credito crea delle problematiche relativamente all'inclusione finanziaria e ai profili discriminatori⁹⁹. Nel prossimo futuro andranno predisposti idonei meccanismi di tutela dei consumatori più vulnerabili tra cui gli

⁹⁴ M. RABITTI, *Intelligenza artificiale e finanza*, cit., 358: menziona che le cause di discriminazione possono nascere: «dagli errori predittivi; dagli algoritmi discriminatori; dall'aumento delle minacce virtuali e dei conflitti informatici nel sistema finanziario; dalla possibilità di amplificare alcuni rischi sistemici per il sistema finanziario in considerazione del volume di dati, della velocità e della connessione».

⁹⁵ M. RABITTI, *Intelligenza artificiale e finanza*, cit., 358.

⁹⁶ M. RABITTI, op. cit., 359.

⁹⁷ M. RABITTI, op. cit., 359. L'A. spiega che tale riluttanza degli operatori è «in nome della tutela da riconoscere alle prerogative proprietarie dell'autore del software nonché alla libertà d'impresa del titolare della piattaforma»

⁹⁸ U. MINNECI, *La verifica del merito creditizio: una valutazione a sua volta sindacabile?*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2021, suppl. 2 e 3, 359.

⁹⁹ A.M. PANCALLO, *Digital lending: la disumanizzazione della filiera del credito*, in *Riv. trim. dir. ec.*, suppl. 2 al n. 3, 2021, 408; cfr. Anche A. ROSSANO, *L'Intelligenza Artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *RTDE*, 2021, suppl. 3, 212 ss.

immigrati. La rivoluzione digitale che sta avvenendo in questo settore rischia di escludere significative fasce della popolazione, soprattutto se si utilizzeranno in gran parte sistemi completamente automatizzati¹⁰⁰. Soluzione a questo abuso, potrebbe essere il giusto bilanciamento tra le tecnologie e l'apporto umano¹⁰¹.

In tal senso la recente direttiva 2023/2025/UE all'art 18 comma 8 prevede che «qualora la valutazione del merito creditizio comporti il ricorso al trattamento automatizzato di dati personali, gli Stati membri assicurano che il consumatore abbia il diritto di chiedere e ottenere dal creditore l'intervento umano, che consiste nel diritto: a) di chiedere ed ottenere dal creditore una spiegazione chiara e comprensibile della valutazione del merito creditizio, compresi la logica e i rischi derivanti dal trattamento automatizzato dei dati personali nonché la rilevanza e gli effetti sulla decisione; b) di esprimere la propria opinione al creditore; c) di chiedere un riesame della valutazione del merito creditizio e della decisione relativa alla concessione del credito da parte del creditore. Gli Stati membri assicurano che il consumatore sia informato del diritto di cui al primo comma». In tal senso si orienta anche la giurisprudenza europea che, con la recente sentenza SCHUFA¹⁰², ha stabilito che la creazione di un punteggio di credito da parte di un'agenzia di valutazione del credito costituisce di per sé una decisione automatizzata ai sensi dell'art. 22 del GDPR. Questa statuizione ribalta la precedente ricostruzione, per la quale solo il soggetto finale, ad esempio una banca che utilizza il punteggio di credito per decidere sulla concessione di un prestito, sarebbe coinvolto nella decisione automatizzata.

¹⁰⁰ A.M. PANCALLO, *op cit.*, 408.

¹⁰¹ A.M. PANCALLO, *op cit.*, 408.

¹⁰² CGUE 7.12.2023, causa C-634/21, OQ contro Land Hessen; L. AMMANATI, G.L. GRECO, *Il credit scoring «intelligente»: esperienze, rischi e nuove regole*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, 46.

5. Rimedi e profili di responsabilità in caso di discriminazioni.

Come ha affermato autorevole dottrina¹⁰³, «la norma di riferimento (innestata sulle primigenie previsioni di cui agli artt. 43 e 44 T.U.I., anticipatorie rispetto alla successiva regolamentazione euro-unionale) è l'art. 28, d.lgs. n. 150/2011»¹⁰⁴. Quest'ultima norma stabilisce che «quando il ricorrente fornisce elementi di fatto, desunti anche da dati di carattere statistico, dai quali si può presumere l'esistenza di atti, patti o comportamenti discriminatori, spetta al convenuto l'onere di provare l'insussistenza della discriminazione». A tal riguardo, l'autorità giudicante «può condannare il convenuto al risarcimento del danno anche non patrimoniale e ordinare la cessazione del comportamento, della condotta o dell'atto discriminatorio pregiudizievole, adottando, anche nei confronti della pubblica amministrazione, ogni altro provvedimento idoneo a rimuoverne gli effetti»¹⁰⁵. In aggiunta a ciò, «al fine di impedire la ripetizione della discriminazione, il giudice può ordinare di adottare, entro il termine fissato nel provvedimento, un piano di rimozione delle discriminazioni accertate». Inoltre, è possibile la pubblicazione del provvedimento di condanna «per una sola volta e a spese del convenuto, su un quotidiano di tiratura nazionale». Come è stato sostenuto¹⁰⁶, «la vigente disciplina delle tutele civili esperibili contro le discriminazioni contrattuali offre al giudice un ampio ventaglio di rimedi, senza articolazioni gerarchiche». Infatti, «alla violazione del divieto l'ordinamento risponde con forme di tutela funzionalmente diverse, talvolta suscettibili di cumularsi in una operatività congiunta»¹⁰⁷. Va dunque respinta ogni ipotesi che configuri il divieto di discriminazione ora come regola di validità ora come regola

¹⁰³ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *La sospensione (senza preavviso) delle provvidenze INPS alla data di scadenza del permesso di soggiorno è illecita e discriminatoria*, cit., 22.

¹⁰⁴ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *La sospensione (senza preavviso) delle provvidenze INPS alla data di scadenza del permesso di soggiorno è illecita e discriminatoria*, cit., 22.

¹⁰⁵ In tal senso anche Cass., S.U., 15 febbraio 2011, n. 3670.

¹⁰⁶ G. CARAPEZZA FIGLIA, *Il divieto di discriminazione quale limite all'autonomia contrattuale*, cit., 1414.

¹⁰⁷ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1414. Si veda anche P. PERLINGIERI, *Il «giusto rimedio» nel diritto civile*, in *Giusto proc. civ.*, 2011, 1 ss., per cui le «peculiarità del caso concreto» orientano il rimedio «oltre i confini predefiniti dal legislatore».

di responsabilità¹⁰⁸. La discriminazione può nascondere anche un'illeceità della causa, dando luogo alla nullità¹⁰⁹. Alla verifica della liceità della causa si aggiunge il richiamo al divieto di discriminazione, il quale può far qualificare come invalido un contratto che obbliga le parti a rispettare una regola del rapporto discriminatoria¹¹⁰. Se la discriminazione avviene nella fase precontrattuale, può avere una rilevanza il rimedio inibitorio, volto, a i sensi dell'art. 28, d. legisl. n. 150 del 2011, a far cessare il comportamento discriminatorio¹¹¹.

A tal proposito, la Corte costituzionale¹¹² ha richiamato il legislatore a evitare illecite differenziazioni, in quanto ognuna di queste comporta un pregiudizio basato sull'appartenenza a un gruppo, una razza o un'etnia, che non è caratterizzato da ragionevolezza e proporzionalità¹¹³. Infatti, è possibile avere una discriminazione, di cui va provata l'illeceità, non solo per una categoria di soggetti, come gli stranieri, ma anche qualora una prassi e/o un comportamento

¹⁰⁸ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1414. Si rinvia a G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli 2013, 31.

¹⁰⁹ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1414: è «l'ipotesi dei “negozi o patti discriminatori” che sono fonte, tra le parti, dell'obbligazione di non contrarre o di applicare condizioni più svantaggiose nei confronti dei membri del gruppo discriminato». A tal riguardo, G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, in Riv. dir. civ., 1974, I, 634: «la discriminazione “anticostituzionale” che penetra nella causa o nel contenuto diretto del contratto può certamente provocare nullità per illiceità».

¹¹⁰ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1414 e 1415.

¹¹¹ G. CARAPEZZA FIGLIA, *op. cit.*, 1415: «il provvedimento assumerà le vesti dell'inibitoria positiva, che obbliga il convenuto a contrattare, purché residui la disponibilità materiale del bene o del servizio e la conclusione del contratto sia possibile. Là dove il soggetto attivo perpetui nella condotta illecita, non adempiendo all'obbligo di trattare in modo corretto, la circostanza potrà essere valutata in sede di liquidazione del danno risarcibile».

¹¹² Corte cost., 15 marzo 2019, n. 50. Si veda G. SCACCIA, *Ragionevolezza e proporzionalità nel diritto costituzionale*, in G. PERLINGIERI, A. FACHECI, *Ragionevolezza e proporzionalità nel diritto contemporaneo*, Napoli, 2017, 205.

¹¹³ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *La sospensione (senza preavviso) delle provvidenze INPS alla data di scadenza del permesso di soggiorno è illecita e discriminatoria*, cit., p. 23. Vedi anche A. GENTILI, *Il principio di non discriminazione nei rapporti civili*, in Riv. crit. dir. priv., 2009, 228 «la discriminazione è sempre offesa alla dignità di una persona», tuttavia evidente la particolare gravità della discriminazione quando essa riduce o compromette bisogni essenziali della persona.

penalizzino solo alcuni dei membri, ulteriormente differenziati, di un gruppo e/o etnia¹¹⁴.

Si ritiene controversa la necessità del dolo per applicare la normativa antidiscriminatoria¹¹⁵. A tal riguardo, gli artt. 43, comma 2, lett. b) d.lgs. 286/1998 e 2, comma 1, d.lgs. 215/2003, presuppongono che il rifiuto o il trattamento deteriore siano determinati dall'etnia o dalla nazionalità, alludendo a un dolo generico¹¹⁶. Pertanto, l'operatore finanziario, sulla base qualità delle qualità personali del cliente, dovrebbe raffigurarsi e prevedere un trattamento peggiore alla controparte¹¹⁷. Si propende, però, anche verso una rilevanza non colposa della discriminazione nell'erogazione di beni e servizi, infatti nulla si dice relativamente all'elemento psicologico, ma ha solo relativamente «all'oggettiva influenza di un fattore nella produzione di un evento»¹¹⁸. Gli indici testuali tenderebbero, però, per una responsabilità oggettiva, come confermato non solo dalla disciplina dell'onere probatorio, ma anche dal fatto che il legislatore, limitando la responsabilità al dolo e alla colpa grave, lo ha previsto espressamente relativamente alle attività socialmente utili, quale la prestazione d'opera professionale ex art. 2236, c.c.¹¹⁹. Qualora la discriminazione cagioni

¹¹⁴ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *op. cit.*, 23 e 24: considera l'essere straniero come un fattore di discriminazione, anche in richiamo all'art. 43 T.U.I. Inoltre, dovrà dimostrarsi «l'illiceità dell'atto, o perché frontalmente contrario alle norme che regolano l'attività svolta, o perché, tra diverse modalità astrattamente selezionabili, è stata adottata quella che, diversamente dalle altre, ha provocato l'effetto dannoso, nonché discriminatorio, altrimenti evitabile». Sul punto, M. FERRERO, I. MARCHIORO, *La tutela contro le discriminazioni*, in P. MOROZZO DELLA ROCCA, *Immigrazione, asilo e cittadinanza*, Santarcangelo di Romagna, 2021, 360; A. GUARISO, *L'infinito conflitto tra divieti di discriminazione e welfare "selettivo"*, in M. GIOVANNETTI, N. ZORZELLA, *Ius migrandi*, Milano, 2020, 543.

¹¹⁵ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 712; vedi anche P. MOROZZO DELLA ROCCA *Gli atti discriminatori nel diritto civile, alla luce degli artt. 43 e 44 del t.u. sull'immigrazione*, in *Dir. fam. pers.*, 2002, 123.

¹¹⁶ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 712.

¹¹⁷ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 712.

¹¹⁸ G. MATTARELLA, *o.u.c.*, 714: «si tratta di due nozioni separate, come emerge dall'art. 2043 c.c. — che distingue tra il rapporto di causalità del fatto col danno, che è "cagionato", ed il dolo o la colpa — e dallo stesso Codice penale che utilizza il termine "causa" nell'art. 40 per trattare del nesso eziologico, mentre tratta dell'elemento psicologico del reato all'art. 43 —».

¹¹⁹ G. MATTARELLA, *op. cit.*, 712.

un'errata valutazione del merito creditizio, la dottrina e la giurisprudenza hanno ampiamente dibattuto sui rimedi più efficaci. Di fronte al silenzio del legislatore, che anche nell'ultima direttiva, la 2023/2225/UE, si limita a sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive, gli interpreti si dividono se fare ricorso a rimedi di carattere caducatorio¹²⁰ e risarcitorio¹²¹. Ai fini della presente indagine, non ci si addenterà nel dibattito e sui possibili rimedi¹²², si sottolinea, però, che una cosa è l'errata valutazione del merito creditizio per omesse o carenti informazioni, un'altra è avere adottato un atteggiamento discriminatorio nei confronti di un soggetto vulnerabile come gli

¹²⁰ Tra i vari vedi G. PERLINGIERI, *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, 25; G. PERLINGIERI, G. ZARRA, *Ordine pubblico interno e internazionale tra caso concreto e sistema ordinamentale*, Napoli, 2019, 27; S. POLIDORI, *Discipline della nullità e interessi protetti*, Napoli, 2001, 72.; M.R. NUCCIO, *Merito creditizio e tutela del consumatore*, cit., 70.

¹²¹ Cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 357; Cass., S.U., 19 dicembre 2007, n. 2674 e n. 2675, con nota di G. VETTORI, *Regole di validità e regole di responsabilità di fronte alle Sezioni Unite. La buona fede come rimedio risarcitorio*, in *Obbl. e Contr.*, 2008, p. 104 e segg. Si veda sul punto anche, Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, con nota di V. ROPPO, G. AFFERNI, *Dai contratti finanziari ai contratti in genere: due punti fermi della Cassazione sulla nullità virtuale e responsabilità precontrattuale*, in *Danno e Resp.*, 2006, 25; Cass. ordinanza n. 18610 del 30 giugno 2021; Cass. ordinanza n. 24725 del 14 settembre 2021; D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato della banca e la concessione di credito abusiva o imprudente*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, novembre 2021, 1, su www.dirittobancario.it; S. DELLE MONACHE, *Concessione abusiva del creditore legittimazione del curatore*, in *Fall.*, 2021, 1329.

¹²² Vedi tra i molti E. STAUNOVO POLACCO, *La nullità dei contratti per concessione abusiva di credito e aggravamento del dissesto, alla prova degli insegnamenti della Suprema Corte sulla nullità «virtuale»*, in *ilcaso.it, Ristrutturazioni aziendali*, 2024, p. 18; E. PELLECCIA, *Dall'insolvenza al sovraindebitamento*, Torino, 2012, 93; M. SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Riv. dir. civ.* 2021, I, p. 710 ss; C. IURILLI, *Merito creditizio, causa in concreto e nullità del contratto di mutuo: profili di responsabilità civile (Prima parte)*, in *Studium iuris*, n. 4, 2014, 549; A. MIRONE, *Sistema e sottosistema nella nuova disciplina della trasparenza bancaria*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2014, I, 390; M. SEMERARO, A. TUCCI, *Il credito ai consumatori*, in E. CAPOBIANCO (a cura di), *Contratti bancari*, Milano, 2021, 1853; G. LIBERATI BUCCIANI, *Il merito creditizio del consumatore*, cit., 60; A. AZARA, *Valutazione del merito creditizio e tutele del consumatore*, in *Jus civile*, 6., 1950; M.R. NUCCIO, *Merito creditizio e tutela del consumatore*, cit., 74.

immigrati. In tal caso, si ritiene che il solo risarcimento non patrimoniale o eventuali altri tradizionali rimedi diritto civile non siano sufficienti, ma che debbano essere applicate anche sanzioni di carattere economico, come ad esempio i danni punitivi¹²³, nei confronti delle banche che hanno violato volontariamente tale parità di trattamento¹²⁴, per essere stati qui lesi interessi riconducibili alla sfera dei diritti inviolabili della persona di cui all'art. 2 e 3 Cost.¹²⁵.

6. Obiettivi ESG, inclusione finanziaria e prassi bancaria.

Come anticipato, l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile, adottata da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite nell'Assemblea generale del settembre 2015, comprende una serie di 17 obiettivi (Sustainable Development Goals o SDG) e 169 sotto-obiettivi che tutti i paesi si sono

¹²³ I danni punitivi si caratterizzano per il fatto che il soggetto rimasto vittima dell'illecito civile diviene beneficiario di una somma di denaro esorbitante rispetto al danno patrimoniale e non patrimoniale subito, mentre il carattere dissuasivo ma non punitivo del risarcimento si adatterebbe invece meglio nel nostro ordinamento alle discriminazioni diffuse e all'azione degli enti esponenziali. Cfr., al riguardo, Cass., S.U., 21 luglio 2021, n. 20819. Per un approfondimento vedi la ricostruzione sul dibattito dei danni punitivi di S. LANDINI, *Assicurazione dei danni punitivi*, in *Contr. e impr.*, 2019, 1170 ss.

¹²⁴ P. MOROZZO DELLA ROCCA, *La sospensione (senza preavviso) delle provvidenze INPS alla data di scadenza del permesso di soggiorno è illecita e discriminatoria*, cit., 26. Orientamenti giurisprudenziali hanno talvolta provveduto a liquidazioni apparentemente più corpose a favore degli attori-enti esponenziali che agiscono per la cessazione di discriminazioni diffuse, anche a prescindere dall'azione delle singole vittime. Liquidazioni che tuttavia, esse pure, rischierebbero di rimanere al di sotto della soglia necessaria per potere costituire un effetto dissuasivo, se non fosse per il discredito derivante dalla condanna e dalla minaccia di un più severo giudizio promosso dall'ente in caso di nuove trasgressioni. Così, App. Trento, 7 marzo 2017, confermata dalla già citata Cass. civ., 2 novembre 2021, n. 31071, che avendo accertato la natura discriminatoria della condotta del datore di lavoro convenuto, lo ha condannato al pagamento di più di tredicimila Euro a titolo di danno patrimoniale e di trentamila Euro a titolo di danno morale, nonché di altri ventimila Euro a favore dei due enti intervenuti nel procedimento. Ancora Sez. Un. civ., 21 luglio 2021, n. 20819, che conferma la condanna nel merito al risarcimento di cinquantamila Euro all'ente esponenziale ricorrente contro le discriminazioni del datore di lavoro nei riguardi dei lavoratori sindacalizzati.

¹²⁵ Cfr. al riguardo E. NAVARRETTA, D. POLETTI, *I danni non patrimoniali nella responsabilità contrattuale*, in E. NAVARRETTA, *I danni non patrimoniali. Lineamenti sistematici e guida alla liquidazione*, Milano, 2004, 59 ss.

impegnati a raggiungere entro il 2030 ha messo negli obiettivi Environment Social Governance (ESG) l'inclusione finanziaria. Per la precisione, questa è stata inserita, in particolare, nel Target n. 10 del Goal n. 8, «lavoro dignitoso e crescita economica», che si concentra sul «rafforzamento della capacità delle istituzioni finanziarie nazionali di incoraggiare e ampliare l'accesso per tutti ai servizi bancari, assicurativi e finanziari»¹²⁶. Considerando che, come numerose ricerche hanno ampiamente dimostrato, l'inclusione finanziaria gioca un ruolo chiave nella riduzione della povertà e delle disuguaglianze, nonché nella diffusione del benessere e nella promozione dello sviluppo sostenibile, essa può essere fatta rientrare anche in altri obiettivi ESG, ovvero: sconfiggere la povertà (Obiettivo 1), Istruzione di qualità (Obiettivo 4), parità di genere (Obiettivo 5), ridurre le disuguaglianze (Obiettivo 10).

In Europa, per le banche, le assicurazioni e le altre imprese finanziarie, dal 2019 in poi, alla regolamentazione sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari, c.d. «Sustainable Financial Disclosure Regulation» (SFDR), si è affiancata l'attività dell'EBA focalizzata sulla valutazione e raccomandazione di best practice per includere i rischi ESG nel quadro normativo e di vigilanza bancario, con un'enfasi, nella prima fase, sui rischi climatici e ambientali, in particolare le linee guida in tema di gestione dei rischi (EBA/REP/2021/18 ESG Risk Management), di attività creditizia (EBA/GL/2020/06 LOM Loan Origination and Monitoring) e gli standard tecnici per la rendicontazione dei fattori ESG (EBA/ITS/2022 Pillar 3 Disclosures on ESG). Ognuno di questi provvedimenti/linee guida si riflette sulla necessità di acquisire dati dalle imprese per la gestione, la valutazione e la disclosure dell'esposizione ai rischi ESG. Di fronte a questo articolato e complesso quadro di norme e regolamenti, si intuisce subito quanto sia aumentata la correlazione tra finanziabilità dell'impresa e informativa/trasparenza di questa sui fattori/fenomeni non finanziari (ESG). A tal proposito, nel luglio del 2019 l'EBA ha pubblicato un primo report sull'implementazione dei

¹²⁶ D. ZUCHELLI, Aumenta nel mondo l'inclusione finanziaria (obiettivo ESG) grazie alla tecnologia ma molto resta da fare per far sì che essa porti allo sviluppo, in Riv. di cult. eur., 2023.

requisiti stabiliti dalle linee Guida “POG”¹²⁷, basato su una rilevazione presso un campione di banche di sei Stati membri dell’Unione europea e un asecondo nell’anno successivo¹²⁸. Accanto alle carenze di carattere generale riscontrate sul livello di adeguamento agli Orientamenti “POG”, il secondo report dell’EBA ha evidenziato che, nell’individuazione del mercato di riferimento, gli operatori coinvolti nella survey risultano aver prestato limitata attenzione ai rischi di potenziale esclusione finanziaria della clientela connessi ad esempio con il livello di conoscenze finanziarie o con la mancanza delle competenze tecnologiche occorrenti per l’accesso a determinati prodotti e servizi digitali. Tale aspetto assume ancora più rilievo con riguardo alle fasce di clientela più vulnerabili, alle cui esigenze di inclusione le banche e gli intermediari finanziari devono prestare particolare attenzione nella composizione del portafoglio di prodotti, attraverso la progettazione di prodotti accessibili by design, secondo le linee di tendenza ricavabili dall’evoluzione della normativa di tutela dell’Unione europea¹²⁹ ai fini del raggiungimento di una maggiore sostenibilità economica. Si tratta soprattutto di comprendere come al normale processo di scoring della solvibilità di un cliente, in particolare uno vulnerabile come un migrante, possa affiancarsi, fino ad essere integrato, un secondo livello di scoring non basato su una tecnica di quantificazione del valore attuale ma orientato all’apprezzamento della sua dimensione, anche reputazionale e sociale, nel medio-lungo

¹²⁷ Cfr. Report EBA al seguente link: <https://www.EBA.europa.eu/EBA-publishes-report-on-implementation-of-the-its-guidelines-on-product-oversight-and-governance-pog-arrangements>.

¹²⁸ Il secondo report ha coinvolto un maggior numero di Stati membri, tra cui l’Italia, e un campione di intermediari più ampio; nello specifico, tale analisi ha coinvolto le Autorità Nazionali Competenti (ANC) di 12 Paesi UE e un campione di 78 intermediari che include banche, istituti di pagamento (IP) e di moneta elettronica (IMEL), con l’obiettivo di verificare l’effettiva convergenza verso prassi virtuose da parte degli operatori di mercato. Per il nostro Paese sono stati selezionati 8 intermediari (7 banche e 1 IMEL).

¹²⁹ Si richiama in particolare la direttiva (UE) 2019/882 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2019 sui requisiti di accessibilità dei prodotti e dei servizi, la quale fa esplicitamente riferimento anche a quelli bancari e finanziari (considerando nn. 39-40; art. 3, nn. 28-29). Gli Stati membri devono adottare le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla direttiva entro il 28 giugno 2022 e devono applicare tali disposizioni a decorrere dal 28 giugno 2025.

periodo. Il supporto alla clientela vulnerabile passa attraverso una pluralità di progetti ed iniziative mirati ad una corretta allocazione delle risorse individuando attori sul territorio con i quali sviluppare accordi e sinergie che rendano più semplice l'accesso al credito di soggetti vulnerabili o non bancabili. Alcune banche offrono prodotti specifici per i clienti stranieri in Italia, che necessitano di inviare denaro nei paesi di origine, attraverso il servizio Money Transfer¹³⁰. L'inclusione assume poi una notevole rilevanza anche nei rapporti finanziari internazionali con riferimento in particolare alle rimesse e alle somme che vengono inviate dagli emigrati alle famiglie di origine e che sostengono in modo determinante il profilo finanziario in molti paesi (Filippine, Albania, Moldavia ad esempio)¹³¹. L'elevata diffusione dei conti digitali sta contribuendo, infatti, alla riduzione delle commissioni sulle rimesse, chieste dagli operatori finanziari, bancari e spesso non-bancari. È questo un altro obiettivo ESG compreso nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, finalizzato alla riduzione dei costi richiesti dagli intermediari finanziari e quindi a rendere questi trasferimenti più rapidi e soprattutto più sicuri, favorendo i canali istituzionali a quelli informali (quali, ad esempio, buste affidate a trasportatori).

7. Conclusioni.

L'evoluzione dell'immigrazione ha posto nuovi problemi per gli immigrati. La questione dell'accesso al credito riguarda per lo più quei soggetti, che vogliono stabilizzarsi in Italia e che quindi necessitano di un credito per determinate finalità atte a soddisfare esigenze di vita: ad esempio il migrante consumatore si rivolgerà per l'acquisto di un immobile, di una vettura o per l'avvio di un'attività. Gli immigrati devono considerarsi, però, come soggetti vulnerabili e per questo le banche dovranno attuare delle accortezze, onde evitare il rischio di discriminarli. Il concetto stesso di discriminazione è variegato, poiché può comprendere sia casi di discriminazioni contrattuali di cui all'art. 43, comma 2, T.U. immigrazione, sia quelle indirette, sia anche attraverso un uso improprio di algoritmi o dell'intelligenza artificiale. Premesso che la banca conserva la sua autonomia nel concedere o meno

¹³⁰ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, p. 35.

¹³¹ FONDO EUROPEO PER L'INTEGRAZIONE DI CITTADINI PAESI TERZI, *op. cit.*, p. 11.

il credito, perseguendo la stessa fini di lucro nel suo interesse e non essendo un ente assistenziale, dato il suo status, in un'ottica di una trasparente e sana gestione, dovrà garantire le pari opportunità di accesso al credito anche agli immigranti. Le disposizioni degli art. 120 undecies e 124 bis del t.u.b. presuppongono un'approfondita, chiara e trasparente raccolta delle informazioni sia per le banche sia per i consumatori. Per quanto non espressamente previsto, è logico ritenere che, se il consumatore è straniero, l'intermediario finanziario dovrà fare tutto il possibile affinché ci sia una piena comprensione del prodotto da parte dell'immigrato onde evitare profili di responsabilità. Lascia perplessa che non ci sia un obbligo di traduzione come nei processi civili e penali relativamente alla fase pre-contrattuale per l'accesso al credito, poiché sarebbe doveroso nell'interesse stesso della banca che lo straniero comprendesse pienamente a quali conseguenze andrebbe incontro. Si ritiene opportuno che per le pari opportunità, nel rispetto degli art. 2 e 3 Cost., ci sia da parte delle banche un servizio che faccia comprendere pienamente la comprensione dei vari prodotti finanziari. La rilevanza del garantire un accesso al credito ai migranti, nel rispetto delle parità opportunità, ci fa ritenere che non sia sufficiente solamente il risarcimento del danno, o altri rimedi tradizionali di natura civilistica, a favore delle vittime, ma che possa ipotizzarsi anche la sanzione dei danni punitivi nei confronti delle banche proprio al fine di dissuadere da eventuali comportamenti discriminatori.

In riferimento alle prospettive di sviluppo del mercato, l'opinione largamente prevalente fra gli operatori è che il mercato del migrant banking abbia rilevanti potenzialità di sviluppo in Italia. In primo luogo per il fatto che i flussi migratori sono da considerare un fenomeno in forte e costante aumento e in secondo luogo perché si tratta di un mercato che si sta già sviluppando e che, in conseguenza dell'evolversi delle esigenze finanziarie dei migranti, dovrebbe essere destinato ad un'ulteriore espansione. Tuttavia sono identificati alcuni fattori che, in misura differente, condizionerebbero le potenzialità di sviluppo di questo settore del mercato finanziario. Il primo di questi fattori sarebbe riconducibile al fatto che l'offerta dovrebbe evolversi ulteriormente e, soprattutto attraverso un incremento della conoscenza (anche sociale e culturale) delle varie comunità, dovrebbe cercare di intercettare in modo più efficace la domanda e servire più adeguatamente i bisogni finanziari dei migranti. Accanto a questa considerazione di mercato ve

ne sono anche altre, di carattere più sociale e istituzionale. Infatti, a giudizio di molti operatori dell'offerta, le difficoltà di carattere generale legate all'integrazione sociale (ad esempio nell'ottenimento della documentazione), condizionerebbero anche l'inclusione finanziaria dei migranti. Inoltre, si rileva che l'atteggiamento del nostro paese nei confronti della migrazione meriterebbe di essere rivisto, soprattutto nella misura in cui considera la migrazione un fatto prevalentemente negativo.

Alla luce di quanto esposto, soluzioni efficaci, come rilevato dalla prassi bancaria, per agevolare l'inserimento dei migranti nel sistema economico-finanziario possono essere: l'investimento in comunicazione; lo sviluppo di servizi non-finanziari come attuare corsi di formazione gratuiti (attuati in alcune realtà bancarie) per i migranti sugli strumenti finanziari, che curino preliminarmente anche la formazione linguistica dei migranti attraverso specifici corsi di italiano, che rappresentino poi un prerequisito per l'ottenimento del credito.

Va sottolineato che la conoscenza in modo approfondito del contesto internazionale è essenziale per operare in modo efficace nella costruzione, sviluppo e consolidamento di filiere transnazionali integrate sui diversi corridoi "paese di origine-paese di destinazione". Infatti, le istituzioni finanziarie italiane possono acquisire rapidamente informazioni su quello che funziona e su quello che invece non va fatto, attraverso lo studio delle buone pratiche europee¹³².

Si sottolinea per completezza che negli ultimi anni, anche in attuazione degli obiettivi dell'Agenda 2030 che ha inserito l'inclusione finanziaria nel Target n. 10 del Goal n. 8, sono cresciuti l'interesse e l'attenzione verso questo delicato tema. Diverse iniziative nazionali e internazionali, anche di tipo normativo, hanno portato alla luce il ruolo che l'inclusione finanziaria può avere nella riduzione delle disuguaglianze e nel pieno accesso dei diritti. Nel 2021 è stato istituito un Osservatorio Permanente sull'Inclusione Finanziaria per mettere a sistema le connessioni tra tutti gli attori incontrati nel tempo nei gruppi di lavoro, interni alla Banca ed esterni, nelle istituzioni, nei centri di ricerca, nelle università, nelle fondazioni e per non disperdere il

¹³² In particolare, Francia, Spagna e Inghilterra hanno sperimentato in questi anni – per ragioni storiche e grazie a una presenza rilevante di comunità straniere – vari modelli transnazionali di servizio. Non tenerne conto sarebbe, a nostro giudizio, un grave errore.

patrimonio di persone, proposte e conoscenze acquisite con la prima fase del progetto di studio sull'inclusione finanziaria dei migranti (2018-2020). L'obiettivo dell'Osservatorio Permanente, oltre a monitorare costantemente il fenomeno dell'esclusione finanziaria e misurare l'efficacia di misure e strategie adottate, è quindi quello di facilitare le connessioni di rete e l'avanzamento di concrete proposte a livello di sistema. Nel 2023 è stata avviata una seconda fase di progetto con la previsione di una nuova edizione dello studio del 2018, aggiornando il lavoro agli ultimi dati disponibili dopo la crisi pandemica e la successiva crisi legata al conflitto ucraino che ha avuto un impatto rilevante sui migranti.

Infine, si rileva che il rapporto CeSPI del 2024 ribadisce che i flussi migratori favoriscono lo sviluppo sostenibile, sia nei Paesi di origine che in quelli di destinazione: infatti nei settori dove sono inseriti i migranti le rimesse incentivano le economie locali, il trasferimento di competenze qualifica maggiormente la forza lavoro e l'innovazione si sviluppa ulteriormente¹³³. Tuttavia, per creare un mercato sostenibile e integrato è necessario prevenire e ridurre le varie forme di discriminazione.

¹³³ M. ZUPI, *FOCUS Migrazioni internazionali. Osservatorio quadrimestrale n. 3 - 2024 (settembre - dicembre)*, in *Oss. Pol. intern.*, 52, 8 gennaio 2025, 24