

DIRITTO DELL'ECONOMIA

Collana diretta da

Eugenio Picozza e Raffaele Lener

RAFFAELE LENER - GIOVANNI LUCHENA - CARMELA ROBUSTELLA
(a cura di)

Mercati regolati e nuove filiere di valore



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

INTRODUZIONE

di *Raffaele Lener* – *Giovanni Luchena* – *Carmela Robustella*

Le molteplici prospettive d'indagine che derivano dalla mutua relazione tra mercati regolati e filiere di valore dei prodotti e dei beni (le cui attività economiche non di rado sono collocate in luoghi remoti e spesso virtuali o, per usare la *metafora schmittiana*, tra terra e mare) offrono uno scenario di analisi assai ampio dal punto di vista sia della ricostruzione storico-analitica della fenomenologia, sia della angolazione dalla quale possono individuarsi piani critici dagli inediti sviluppi.

A maggior ragione, quanto detto vale nell'ambito del diritto dell'economia che, come noto, è naturalmente vocato all'analisi critica dei problemi nella loro complessità pluridisciplinare, soprattutto rispetto ai profili teleologico-pratici emergenti dall'esperienza; metodica che consente un approccio sostanzialistico al fenomeno giuridico-economico, includente cioè elementi, contesti e dinamiche che, in forma diretta o indiretta, interessano l'economia e la sua regolamentazione.

La trattazione interseca più piani non disgiunti tra loro e, anzi, tenuti insieme dalla *globalizzazione* dell'economia, come declinata nelle sue più varie configurazioni e tratti interpretativi.

Tale effetto, sul piano giuridico, si concretizza nella modificazione, anche rappresentativa, delle distanze tra soggetti, aggregati e poli istituzionali e nella necessità di ridisegnare gli spazi, non soltanto quelli fisici, ma anche del governo effettivo dell'economia.

La regolazione finalistica tipica delle costituzioni sociali ha ceduto il passo a una regolazione, per dir così, timida, che ha finito con l'incidere anche sulla *giuridicità* delle medesime, svilendone per l'appunto il contenuto normativo.

Sul piano socio-economico, da una società pluriclasse si è passati a una società integrata e globale. L'enfasi frequentemente rivolta da quella parte della critica, che fa capo, ad esempio, a Pierre Bourdieu, alla globalizzazione come procedimento di uniformazione e unificazione dell'economia trova riscontro in una varietà di manifestazioni e di atti che hanno portato a un complesso processo, che ha visto prevalere le ragioni della tecnica rispetto a quelle del diritto.

Così, l'evoluzione globale dei mercati, oltre a modificare sensibilmente il mercato del lavoro, ha prodotto notevoli mutamenti per quel che concerne la strutturazione dei cicli e dei processi produttivi, l'erompere di nuove acquisizioni tecnologiche, l'implementazione delle dinamiche istituzionali, e così via. Il mondo dei *marchands de droit* (definizione di Yves Dezalay), che privilegia il diritto privato rispetto al diritto pubblico (dell'economia), *deformalizza* il quadro delle regole giuridiche e sfugge alla regolazione, sia statale, sia internazionale (Danilo Zolo).

L'interdipendenza delle economie ha contribuito, in definitiva, a rendere interdipendenti, non senza attriti e talora ingenerando forme di dialettica critica aspra, anche le istituzioni nazionali, contribuendo alla loro trasformazione nelle note realtà sovranazionali e multilaterali che, in generale, hanno fatto proprio quel modello di integrazione secondo un criterio pragmatico-funzionale che ricorda l'obiettivo di Tayllerand di *legittimare la legittimità* attraverso un percorso di progressiva traduzione del dato fattuale in assetto giuridico-sostanziale.

Siffatte trasformazioni hanno mutato le tecniche di regolazione. I modelli giuridici a prevalente struttura privatistica, che sembravano aver monopolizzato per l'appunto tecniche e contenuti della regolazione, oggi appaiono in crisi per effetto di una rinnovata attenzione alle dinamiche pubblicistiche, non soltanto per le esigenze contingenti connesse ai fallimenti del mercato e alle varie crisi economiche che hanno caratterizzato l'inizio del nuovo secolo (dalle quali, come scrive Sabino Cassese, si è sempre venuti fuori con un assetto rinnovato), ma piuttosto per riposizionare la componente istituzionale e sociale sull'asse degli indirizzi regolatori a tutela delle situazioni di disagio sociale e di coesione territoriale.

Al di là, dunque, dei modelli economici (anche) *giuridificati*, la visuale si sposta necessariamente su un terreno più ampio e articolato: l'emersione dalla *deriva regressiva* dell'assenza del diritto e della prevalenza del *soft law* verso la riacquisizione propria dei tratti del giuridico.

Sappiamo, infatti, come il diritto regolatorio tenda ad avvalersi di variegati strumenti di *soft law* per ovviare alla rapidissima evoluzione tecnologica del settore: codici di condotta, linee guida, *best practice*, lettere al mercato, schemi contrattuali uniformi *suggestiti*, fino ai "recinti sperimentali" (tale è il *sandbox*, letteralmente recinto di sabbia dove i bambini possono giocare senza pericoli), in cui si gode di un notevole grado di libertà, ma appunto a fini sperimentali per la futura regolazione, una sorta di *spazio normativo protetto* dove poter sviluppare e sperimentare prodotti e servizi finanziari innovativi prima di offrirli sul mercato.

Temi come l'innovazione tecnologica e i *big data* spingono lo studioso ad addentrarsi nei processi e nelle singole filiere, al fine di verificare la sussistenza di una nuova stagione dei diritti meritevoli di tutela, tenuto conto, in particolare, della distanza creatasi tra l'evocato rapporto critico tra dato reale e momento giuridico, cioè tra fatto e diritto.

I rapporti fra imprese e fra le imprese e le organizzazioni pubbliche – dallo

Stato all'entità sovranazionale e alle istituzioni del multilateralismo economico – ripropongono il tema delle regole nello scenario in continua trasformazione e progressione orizzontale, anche alla luce delle sempre più frequenti (e inevitabili) interpolazioni tra imprese e cliente (globale). Tale approccio indica una nuova possibile prospettiva che si colloca nell'alveo, invero classico, del rapporto intercorrente tra regolazione e responsabilità anche quale risultato, ad esempio, dell'incidenza economica del “trattamento” dei dati.

In questo contesto, un'attenzione particolare va poi rivolta al c.d. diritto privato regolatorio e all'incidenza del *processo economico* sulla *disciplina giuridica* dei mercati e dei soggetti che in essi operano, nella prospettiva di una possibile deviazione dalle regole ordinariamente applicabili, al fine di verificarne la persistente validità ovvero suggerirne un ripensamento. In questa direzione, dunque, l'orizzonte visivo dello studioso dei mercati finanziari si sposta sulla commistione fra regole dell'impresa e regole del contratto e sul tema del “frazionamento della prestazione”, sia nella dimensione dell'organizzazione dell'attività d'impresa (“regole di rapporto fra imprese”), sia in quella concernente i rapporti contrattuali dell'impresa con i clienti (“regole del contratto”).

Nell'ambito del binomio fra regole dell'impresa e regole del contratto, particolarmente significativa si mostra la disciplina, di matrice europea, della c.d. *product governance*, che coinvolge le imprese produttrici e distributrici di prodotti finanziari nell'ambito del rapporto, posto a valle del processo distributivo, con il cliente “finale”.

Attraverso le regole di *governance* dei prodotti finanziari il legislatore europeo impone alle imprese di investimento, sia produttrici che distributrici, una preventiva “mappatura dei prodotti”, al fine di poter definire strategie commerciali e di *business* strettamente coerenti con i bisogni e le caratteristiche della clientela cui tali prodotti sono destinati. Si accredita, pertanto, l'idea che, mediante la *product governance*, il legislatore abbia voluto proiettare il fenomeno delle condotte “devianti” degli intermediari finanziari nella negoziazione di prodotti complessi in una dimensione, non già occasionale, ma sistematica, ossia nel contesto di una strategia di gruppo orientata all'offerta di prodotti finanziari più attenta ai profili remunerativi del collocamento (per emittente e negoziatore) che alle effettive esigenze della clientela. Di qui l'idea di imporre agli intermediari (“produttori” e “distributori”) l'adozione di assetti organizzativi adeguati, per far sì che la *produzione* e la successiva *distribuzione* dei prodotti finanziari rispondano effettivamente alle esigenze di un predefinito *target* di clientela, piuttosto che a una più remunerativa distribuzione, nell'interesse dell'impresa o del gruppo di appartenenza.

Sempre nella prospettiva dell'influenza della regolazione dei mercati sui fenomeni negoziali, il frazionamento della prestazione consente, poi, di analizzare il tema dell'organizzazione dell'attività d'impresa *nel* mercato, attraverso

la c.d. esternalizzazione di funzioni. Nel settore dei servizi di investimento, un riferimento testuale è riscontrabile nell'art. 2, par. 3, del Regolamento delegato (UE) 2017/565, che definisce la esternalizzazione in termini di “*accordo in qualsiasi forma tra un'impresa di investimento e un fornitore di servizi in base al quale il fornitore di servizi realizza un processo, un servizio o un'attività che sarebbero altrimenti realizzati dalla stessa impresa di investimento*”.

Nel contesto dei mercati regolati vengono in rilievo specifici problemi attinenti *in primis* all'imputazione degli atti e dell'attività, al controllo e all'autorizzazione di attività riservate; ai profili di responsabilità, con l'alternativa fra parziarietà e solidarietà, più o meno “attenuata”; alla disciplina dei conflitti di interessi.

Il notevole sviluppo raggiunto dal progresso tecnologico ha altresì reso possibili forme di esternalizzazione “spersonalizzata”, nelle quali la cooperazione nello svolgimento di un'attività risulta affidata non già a *soggetti*, bensì a processi informatici governati da algoritmi.

È noto come l'algoritmo possa consentire di offrire servizi anche a clienti normalmente esclusi dall'offerta di servizi di investimento, in quanto non rientranti nei normali canoni usati per classificare la clientela. Si è al riguardo sottolineata, soprattutto nella letteratura anglosassone, la potenziale maggiore democraticità *della macchina* rispetto all'interazione umana. Anche i piccoli risparmiatori con portafogli modesti – si è detto – possono accedere a servizi di consulenza *progredita*, superando così il “*financial advice gap*”. Tuttavia, anche a ritenere positivo che il cliente con modeste nozioni e modesto patrimonio possa accedere alle più sviluppate forme di consulenza, non può tacersi il rischio che, in mancanza di una sufficiente educazione finanziaria, ciò dia vita a distorsioni cognitive (c.d. *framing effect*), a un eccesso di informazioni non gestibile, a una sopravvalutazione delle proprie competenze. Evidenti sono infatti le possibili distorsioni nascenti dalla mancanza di informazioni sul funzionamento degli strumenti di consulenza automatizzata, dalle ridotte possibilità per l'investitore di ottenere chiarimenti, da possibili errori di “profilatura” del cliente, da possibili raccomandazioni inadeguate, da eventuale malfunzionamento dello strumento a causa di errori o manipolazioni degli algoritmi utilizzati.

La novità dei fenomeni analizzati si mostra senz'altro meritevole dell'attenzione dello studioso del diritto dell'economia, chiamato a coniugare l'osservazione empirica con l'ordinamento dei dati, nella ricerca di una efficiente disciplina normativa.

Gli orizzonti tematici qui evocati sono percorsi dalle riflessioni svolte nel corso del convegno annuale dell'Associazione dei docenti di diritto dell'economia – svoltosi, a fine 2019, a Bari e organizzato dalle Università di Bari Aldo Moro e Foggia – i cui risultati sono riportati in queste pagine.

INNOVAZIONE TECNOLOGICA E REGOLAZIONE DEI MERCATI

di *Antonella Sciarrone Alibrandi*

SOMMARIO: 1. Il paradigma regolatorio dei mercati alla prova della rivoluzione digitale. – 2. La tavola degli interessi tutelati nel settore finanziario. – 3. Una regolazione *cross border* e *cross sectoral*. – 4. Il principio «*same activity, same risk, same rules*».

1. *Il paradigma regolatorio dei mercati alla prova della rivoluzione digitale*

L'intero sistema, concettuale e delle regole, del diritto dell'economia è sorto e si è assestato all'interno di un modello di mercati regolati le cui fondamenta appaiono oggi incrinarsi sotto il peso dell'innovazione tecnologica e, in particolare, della digitalizzazione delle attività umane.

In particolare, ad essere messo in discussione è l'asse su cui tale modello fa perno, identificabile nella prestazione caratteristica erogata da un soggetto specializzato nell'ambito di distinte filiere di produzione e distribuzione del valore; asse attorno al quale, in passato, si è venuta a costruire la perimetrazione dei mercati regolati, delle imprese vigilate, nonché delle regole di condotta applicabili ai rapporti con i clienti/utenti. Sempre in connessione con un'impostazione imperniata sulla prestazione caratteristica, si sono, del resto, sviluppate anche le differenti serie disciplinari orientate al governo dei vari mercati regolati, costruite su un sistema di *silos* verticali (che si articolano in discipline dei mercati, dell'organizzazione delle imprese, delle loro relazioni contrattuali) con cui si intersecano metodiche trasversali di tutela della concorrenza, dei consumatori, ecc.

Il perno della prestazione caratteristica erogata da un soggetto specializzato si sta però sgretolando per effetto delle profonde modifiche prodotte dall'innovazione tecnologica nell'assetto tradizionale dei mercati.

Il riferimento va, innanzitutto, al ruolo centrale oggi assunto dai "dati", divenuti componente così rilevante del processo produttivo da essere qualificati

come il baricentro specifico della c.d. quarta rivoluzione industriale. ‘Estratti’ gratuitamente dal pubblico degli utenti, i dati alimentano, infatti, la definizione e lo sviluppo dei prodotti e delle tecniche di vendita, rendendo flessibile il confine tra domanda e offerta e costruendo una relazione valore/profitto/rischio che le vigenti discipline ad “approccio parziale” non riescono a governare né nella dimensione del mercato, né in quella del contratto.

Vi è, inoltre, da considerare che la sempre più ricorrente scomposizione dell’organizzazione produttiva in una pluralità di segmenti riferibili a distinte imprese (vigilate e non), che concorrono alla filiera secondo moduli variabili e che, con pari variabilità, sfociano nella relazione contrattuale con il fruitore della prestazione finale, ha comportato una sorta di frazionamento della prestazione caratteristica.

Di fronte a una scomposizione del processo produttivo di tale portata, i tradizionali concetti di mercato regolato e di riserva di attività vanno inevitabilmente in crisi, in quanto connessi in modo inscindibile alla presenza di categorie omogenee di imprese vigilate dotate di distinti statuti speciali, facendo altresì venir meno una chiara imputazione dei ruoli nello scambio.

Si impone, dunque, un ripensamento di fondo del perimetro e dei caratteri qualificanti dei mercati e delle loro regole a partire da una rifocalizzazione degli interessi meritevoli di essere tutelati e dei rischi emergenti dall’utilizzo delle c.d. tecnologie abilitanti.

Un tale esercizio presuppone, a mio parere, qualche rilievo preliminare sulle differenti “posture” che un giurista dell’economia (ma ancor prima un giurista *tout court*) può assumere rispetto all’innovazione, a partire da una semplicissima, ma non inutile, constatazione di fondo. Nel discorrere del rapporto fra innovazione tecnologica e regolazione (dei mercati), spesso ci si riferisce alla rivoluzione digitale nei termini di un rinnovamento epocale, quando però, a ben vedere, si tratta di un fenomeno che non può affatto dirsi senza precedenti. Per rendersene conto, è sufficiente pensare alla trasfigurazione che la società dell’800 ha vissuto, nei suoi assetti sociali e di mercato, in conseguenza dell’avvento del motore a scoppio. Le applicazioni di questa nuova tecnica, che è stata uno dei fattori propulsivi della c.d. seconda rivoluzione industriale, hanno, infatti, modificato in radice la struttura sociale ed economica dei paesi occidentali dell’epoca, in misura certo non inferiore a quello che – per restare nel medesimo ambito – si verificherà con l’avvento prossimo delle *driveless car*.

L’effetto dirompente delle innovazioni tecniche sulla società e sul mercato non è, dunque, un fenomeno inedito nella storia, ma può definirsi, al contrario, ciclico. Altrettanto costante nelle diverse epoche può dirsi il tentativo dei giuristi di governare tali trasformazioni.

Ciò posto, non vi è dubbio che l’odierna c.d. quarta rivoluzione industriale abbia come baricentro specifico la digitalizzazione delle attività umane. Si

tratta di un processo che ha avuto origine qualche decennio fa con l'avvento di internet e le correlate tecnologie dell'informazione e della comunicazione, che hanno costituito le basi per la creazione di inediti paradigmi tecnologici, quali le piattaforme, l'intelligenza artificiale (AI) e i *BigData*. Come tutte le rivoluzioni, anche questa ha le sue caratteristiche proprie, fra le quali le due più caratteristiche sono la "pervasività" nei più disparati contesti socio-economici e la "trasversalità" rispetto alle settorializzazioni che ci sono familiari.

Quanto al primo dei due connotati, è comunemente osservabile come l'applicazione di queste tecnologie non sia circoscritta a specifici settori economici e produttivi, ma si dispieghi nei più diversi contesti sociali. Emblematico in questo senso appare l'impiego di algoritmi nei tribunali americani per determinare la pericolosità sociale ovvero il rischio di recidiva degli imputati; come pure, l'uso di algoritmi in Cina per la decisione di controversie seriali in materia di consumatori. In simili ipotesi, uno strumento digitale si sostituisce al giudice nell'amministrazione della giustizia, andando a decidere del singolo caso concreto¹.

Venendo poi al comparto economico-finanziario, l'uso delle strutture digitali è andato a rendere via via più labili non solo le tradizionali – ma invero già da tempo messe in discussione² – partizioni interne tra i diversi settori (banca-

¹ GARAPON, *I pro e i contro della giustizia digitale*, in *Vita e Pensiero*, 6/2019.

² Da qualche tempo è infatti diffuso in letteratura un approccio unitario in relazione alle problematiche che afferiscono ai settori bancario, finanziario e assicurativo (*ex multis*, per la puntualità delle osservazioni v. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Bologna, 2013, 70). Da un punto di vista empirico, il contatto si coglie nell'elemento base, comune a tutte le attività *lato sensu* finanziarie, ossia il denaro, o meglio le risorse finanziarie affidate ad operatori professionali per l'ottenimento di utilità patrimoniali immediate o differite (così AMOROSINO, *Principi "costituzionali", poteri pubblici e fonti normative in materia di mercati finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano 2008, 6). Da un punto di vista normativo, l'art. 2195, n. 4, c.c., che non menziona il settore dell'intermediazione finanziaria per ragioni storiche, tra le attività di impresa ricomprende in un unico insieme l'attività assicurativa e bancaria, riconoscendone un *quid* comune. Nel tempo, a seguito di una crescita disomogenea, le discipline si sono sempre più integrate tra loro. Ciò è avvenuto grazie al concorso di diversi fattori: un primo di carattere sostanziale e oggettivo quale l'evoluzione dei mercati e della struttura delle multinazionali che svolgono tali attività, le quali "utilizzano in modo sinergico le medesime reti per produrre e vendere servizi bancari, di intermediazione finanziaria in senso stretto e assicurativi". Un secondo è dato dalla comunanza dei principi di vertice di rango costituzionale e dalla spinta della normativa comunitaria che ha dettato nei tre settori regole e istituti analoghi. (AMOROSINO, *op. cit.*, 4 ss.). Alla luce di questo sviluppo ormai molteplici sono i punti di contatto che si possono rinvenire nella legislazione; da ultimo si rinvia al regolamento europeo c.d. PRIIPs (*packaged retail investment and insurance-based investments products*), direttamente applicabile dal 1° gennaio 2018. La normativa introduce per alcuni prodotti aventi caratteristiche sia finanziarie che assicurative una disciplina uniforme in relazione alla documentazione precontrattuale da fornire all'investitore.

rio, finanziario e assicurativo), ma anche i confini esterni del comparto, vale a dire il *discrimen* tra attività propriamente finanziarie e non. Ciò è accaduto in ragione, da un lato, dell'ingresso nelle dinamiche delle transazioni finanziarie in senso lato, di soggetti «alternativi» rispetto agli operatori finanziari tradizionali, aventi un *core business* legato alla tecnologia digitale e alle comunicazioni³; dall'altro, dell'utilizzo sempre più diffuso del nuovo paradigma digitale delle piattaforme, che ha provocato una frantumazione della catena tradizionale del valore, trasformando rapporti tradizionalmente bilaterali (professionista-consumatore), in fasci di rapporti multilaterali, caratterizzati dalla contemporanea compresenza di relazioni contrattuali sia tra utenti finali, sia tra utenti e piattaforma (per entrambi i profili v. *amplius*, par. 3 ss.).

In uno scenario in così rapida evoluzione, il giurista si trova costretto a confrontarsi con un limite intrinseco della regolazione, o quantomeno con un limite intrinseco del diritto positivo. Se è vero, infatti, che “la descrizione del legislatore si protende verso il futuro, si sforza di prevedere e ingabbiare ciò che può avvenire”⁴, è però innegabile che tale sguardo verso il futuro è tanto più complesso quanto più i mutamenti relativi all'oggetto da regolare sono veloci e in parte imprevedibili. Le regole fanno fatica, dunque, a stare al passo di tecnologie che si sviluppano con un grande dinamismo. Ciò nonostante, è necessario, pena l'abdicazione dal mestiere che ci è proprio, individuare quale sia l'atteggiamento e quali gli strumenti di regolazione più «utili» per il governo della rivoluzione in corso.

Da quest'angolo visuale, nei confronti dell'innovazione tecnologica tra i giuristi possono dirsi oggi diffuse due opposte posture.

La prima può essere descritta come un atteggiamento di ostilità e rifiuto. Un esempio emblematico si rinviene in diverse pronunce dei tribunali amministrativi regionali riguardanti l'uso degli algoritmi da parte del Ministero dell'Istruzione per la programmazione delle mobilità dei docenti⁵.

In particolare il Tar del Lazio, attraverso tre distinte pronunce⁶, ha escluso che l'atto amministrativo, formatosi attraverso un procedimento algoritmico, sia conforme alla disciplina del procedimento amministrativo come prevista dalla legge n. 241/1990. Senza potere, in questa sede, entrare nel merito di un tema invero complesso e delicato, preme qui rilevare il preconcetto ideologico sotteso alle sentenze: “*le procedure informatiche, finanche ove pervengano al*

³ Tali nuovi soggetti sono assai vari per tipologia, spaziando dalle piccole *start-up* alle *Big tech*, ai colossi del settore tecnologico cui si riferisce anche l'acronimo GAF A (Google, Amazon, Facebook e Apple).

⁴ IRTI, *Un diritto incalcolabile*, Torino, 2016, VII.

⁵ Legge n. 107/2015.

⁶ Tar Lazio n. 9924/2018, n. 6606/2019 e n. 10964/2019.

loro maggior grado di precisione e addirittura alla perfezione, non possono mai soppiantare, sostituendola, davvero appieno, l'attività cognitiva, acquisitiva e di giudizio che solo un'istruttoria affidata ad un funzionario persona fisica è in grado di svolgere"⁷. Secondo queste pronunce, dunque, l'attività umana sembrerebbe non potere mai – e la negazione appare senza riserve – venire sostituita da una procedura informatica.

All'estremo opposto, si colloca invece quello che potremmo definire un atteggiamento di deferenza del giurista verso l'innovazione: la tecnica deve essere lasciata libera di svilupparsi, senza che l'imposizione di regole possa ostacolarla.

A mo' di esempio di questa seconda postura può essere portata la legislazione dello Stato del Nevada, in materia di *blockchain*. In particolare, nel Senate Bill n. 398, si legge: "*A board of county commissioners shall not: a) impose any tax or fee on the use of a blockchain by any person or entity b) require any person or entity to obtain from board of county commissioners any certificate, license or permit to use a blockchain; or c) impose any other requirement relating to the use of blockchain by any person or entity*" (p. 2)⁸.

Le autorità dunque, non possono imporre alcun limite all'uso di questa tecnologia, in termini di contribuzione fiscale ovvero di sistemi di autorizzazione. Un atteggiamento questo di rinuncia in radice da parte dello Stato ad una regolazione e, *a fortiori*, di una conformazione di questo nuovo paradigma tecnologico verso finalità ulteriori rispetto al suo mero sviluppo.

Entrambe queste "posture" sono connotate da profondi limiti e, pur nella loro diversità, risultano accomunate dall'incapacità di capire e regolare i profondi mutamenti che stiamo vivendo.

Il primo degli approcci riferiti ostacola l'uso delle nuove tecniche, scorrendone unicamente gli effetti negativi. Tralasciando il dato per cui il fenomeno ha carattere irreversibile e – forse – inarrestabile, l'aspetto che rimane adombrato è il beneficio che l'uso «utile» della tecnologia porta e può continuare a portare alla società e alle strutture di mercato.

Il secondo atteggiamento è, al contrario, miope riguardo ai rischi insiti nei nuovi paradigmi tecnologici. Basti pensare, in questo senso, alla circolazione dei dati personali e al loro possibile uso e abuso, ma anche all'attuale fenomeno di concentrazione che ha generato le c.d. "*Big Four*" del settore tecnologico. Proprio l'assenza di una regolazione adeguata, al momento della genesi di queste società *Tech*, ha condotto, infatti, alle dinamiche distorsive della concorrenza che sono oggi sotto gli occhi di tutti.

⁷ Tar Lazio n. 10964/2019.

⁸ Bill Senate n. 398, *Various provisions relating to the use of blockchain technology*, in www.leg.state.nv.us.

Per una corretta impostazione del rapporto tra innovazione tecnologica e regolazione è imprescindibile invece, a mio modo di vedere, mettere a fuoco che la prima non è altro che uno strumento, un mezzo per perseguire gli interessi e i valori fondanti il nostro ordinamento, così come ci vengono consegnati, *in nuce*, dalla Costituzione e come poi inoculati nelle diverse normative settoriali.

Se così è, la riflessione non può che muovere dagli interessi da tutelare (anche in un contesto di innovazione tecnologica avanzata), per poi individuare gli strumenti attraverso cui una tale tutela può essere realizzata.

2. La tavola degli interessi tutelati nel settore finanziario

Guardando allo specifico contesto del diritto dei mercati finanziari, il fenomeno dell'applicazione della tecnologia digitale nella prestazione dei servizi finanziari prende il nome, come ormai noto, di *FinTech*⁹.

Si tratta di una realtà giuridica ed economica estremamente proteiforme, che sta investendo ogni segmento delle attività bancarie, finanziarie e assicurative, non solo attraverso il ripensamento delle modalità operative per lo svolgimento delle attività tradizionali (servizi di pagamento, servizi di investimento, ecc.), ma anche – e soprattutto – attraverso la creazione di nuovi prodotti, servizi e modelli di *business* (per esempio il servizio di consulenza automatizzata, come nel caso del *robo-advice*, o di piattaforme digitali di finanziamento alle imprese di tipo *peer-to-peer*, come nel caso dell'*equity* o del *lending crowdfunding*).

Due possono essere considerate le forze propulsive della rivoluzione digitale del sistema finanziario in senso lato: le informazioni e il paradigma economico-tecnologico della piattaforma.

Le prime, oltre che di per sé aumentate in quantità e qualità, sono divenute oggetto, grazie ad apposite tecnologie (*data analytics*), di processi di circolazione e di organizzazione delle stesse che consentono di prendere decisioni senza intervento umano. Inoltre, l'accesso, l'organizzazione, l'analisi e la gestione dei dati può essere effettuato senza soluzione di continuità, attraverso l'uso di *software* sempre più efficaci ed efficienti.

⁹ In mancanza, allo stato attuale, di una definizione legislativa di un fenomeno estremamente ampio e articolato, è comunque utile individuarne il perimetro di massima facendo riferimento alla definizione elaborata nel 2017 dal *Financial Stability Board* (FSB) secondo cui il *FinTech* può descriversi come: “*technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*”.

Il nuovo paradigma delle piattaforme digitali¹⁰, invece, costituisce una infrastruttura tecnologica a carattere triangolare che permette a molteplici interfacce, cui fanno riferimento una pluralità di soggetti differenti, di essere costantemente connesse tra loro e di svolgere una pluralità di attività. Tra queste vi è la produzione e/o lo scambio di beni e/o servizi in una piazza virtuale (c.d. *marketplace*), che segue i meccanismi di mercato che le sono propri. La complessità di questa nuova tecnologia risiede nella circostanza che lo stesso gestore della piattaforma non solo facilita l'instaurazione e la gestione dei rapporti tra gli utenti finali (anche attraverso la predisposizione dei contratti da stipularsi, poi, sotto il profilo formale, in via diretta tra questi ultimi) ma anche configura e offre in proprio alcuni servizi ai medesimi utenti. La piattaforma, dunque, si attegge da un lato come mercato virtuale, in cui si incontrano domanda dei clienti e offerta degli intermediari tradizionali, e dall'altro come parte essa stessa di un autonomo rapporto con il cliente contribuendo a soddisfare delle esigenze di tipo finanziario.

Fissate queste coordinate di base, è opportuno richiamare la tavola degli interessi che rappresenta lo sfondo della regolazione del sistema finanziario attuale, nonché la stella polare in una prospettiva *de iure condendo*. Come noto, i tradizionali interessi alla base di tale regolazione sono: la tutela del risparmio, degli investitori e, più in generale, dei clienti; la riduzione di asimmetrie informative, di azzardo morale e selezione avversa; la stabilità, il buon funzionamento e la competitività del sistema finanziario; la fiducia nel sistema medesimo (cfr. art. 5 TUF).

Tali *rationes* sottese al nostro sistema non possono subire una compressio-

¹⁰ All'origine del crescente successo delle piattaforme *FinTech*, vi sono tre fattori principali: facilità di accesso, specializzazione nell'erogazione dei servizi e contenimento dei costi di ricerca e transazione. Più nel dettaglio, dal punto di vista economico, le piattaforme permettono di raggiungere due ordini di benefici: il primo di questi riguarda gli utenti, che si giovano della riduzione dei costi di transazione (soprattutto nel caso in cui la ricerca della controparte e la negoziazione avvengano in modo automatizzato attraverso il c.d. *matching*) e beneficiano degli effetti di rete (c.d. *network effects*), cioè dell'incremento complessivo di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di uno o più utenti genera per gli altri. Il secondo ordine di benefici interessa, invece, il gestore della piattaforma, che, in aggiunta ai ricavi da commissione per il servizio e/o i servizi resi, consegue, in qualità di *gatekeeper* della piattaforma medesima, importanti vantaggi informativi da posizionamento. Interponendosi tra i lati del mercato, il gestore beneficia della possibilità di accedere e controllare i dati relativi alle attività compiute tramite piattaforma da parte degli utenti, senza imbattersi nelle asimmetrie informative che tipicamente caratterizzano il tradizionale modello produttivo «a catena» e che, inevitabilmente, aumentano il costo di acquisizione dell'informazione.

Tali fattori sono legati alla circostanza che le piattaforme digitali possono operare liberamente in qualità di *over-the-top* (OTT) alle infrastrutture già esistenti e predisposte da soggetti terzi.

ne – come esclusione di alcuno degli interessi o minor necessità di tutela – per l’avvento delle recenti innovazioni. Il convincimento si trae dalla considerazione che la promozione dell’innovazione tecnologica, pur consacrata dall’art. 3 TUE¹¹, non può essere considerata il fine ultimo della regolazione, ma è chiamata ad essere, al contrario, uno strumento indirizzato all’obbiettivo di ottimizzare l’allocazione delle risorse e più in generale, di soddisfare al meglio i bisogni finanziari. Ciò anche in termini di miglioramento nell’accesso ai mercati sia per le imprese che per i consumatori – e quindi di inclusione finanziaria in senso lato, e in termini di sostenibilità – con beneficio per l’economia e la società in genere¹².

Se dunque i principi e gli interessi di fondo del sistema finanziario non possono essere messi in discussione, l’attenzione deve rivolgersi all’individuazione degli strumenti di regolazione – nei termini di legislazione primaria così come di strumenti di vigilanza – che possano al meglio adattarsi al nuovo scenario.

3. Una regolazione cross border e cross sectoral

Si è più sopra fatto cenno al fatto che il fenomeno della digitalizzazione è connotato da un alto grado di trasversalità. Più in dettaglio, tale caratteristica, nel contesto dei servizi finanziari, si coglie nella circostanza che il fenomeno si presenta strutturalmente connotato da una natura *cross-border* e *cross-sectoral*.

Sotto il primo profilo, è facile constatare come l’uso delle nuove tecnologie, tra cui innanzitutto il web, rendano il *FinTech* un fenomeno fisiologicamente destinato a operare al di fuori e al di sopra dei confini dei singoli Stati. In questa prospettiva, risultano all’evidenza inadeguati i tentativi di governo del fenomeno che si arrestino ad un livello meramente nazionale. Inevitabile infatti, seguendo un simile approccio, è la frammentazione delle discipline negli specifici ambiti – in particolare per quanto riguarda le piattaforme di *capital raising* (*equity crowdfunding*, su cui l’Italia è stata tra i primi Paesi ad adottare una disciplina *ad hoc*, e *lending-based crowdfunding*), *crypto asset* (cioè *crypto-currency* e *token*) e *Initial Coin Offering* (ICO) – e la divergenza nelle soluzioni accolte.

¹¹ Art. 3, comma 3, TUE: «L’Unione insatura un mercato interno. Si adopera per lo sviluppo sostenibile dell’Europa, basato su una crescita economica equilibrata e sulla stabilità dei prezzi, su un’economia sociale, e su un’elevato livello di tutela e di miglioramento della qualità dell’ambiente. *Essa promuove il progresso scientifico e tecnologico*» (corsivo aggiunto).

¹² Ancora attuali risulta infatti l’insegnamento di SHILLER, *Finance and the Good society*, Princeton-Oxford, 2012.

A fronte di un fenomeno *cross-border* per vocazione, che sino a d'ora ha ricevuto sviluppi per lo più nazionali, la risposta normativa (nel senso della produzione della regola) deve essere formulata almeno a livello europeo, al fine di evitare effetti distorsivi e di ostacolo all'instaurazione di un vero mercato unico.

Nella direzione qui suggerita, nel contesto del *FinTech Action Plan*¹³, si era orientata la proposta del regolamento europeo in materia di *European Crowdfunding Service Providers*. Tale proposta di regolamento intendeva introdurre, in deroga alla disciplina MiFID, un regime in base al quale i fornitori europei di servizi *crowdfunding* avrebbero potuto (nella logica di tipo *opt-in*) presentare la domanda di autorizzazione all'ESMA, sottoponendosi in tal caso alle regole europee sia per l'attività svolta sia nei confini nazionali, sia in ambito europeo.

La suddetta impostazione, che seguiva certamente un'ottica di regolazione *cross-border*, non ha trovato però il favore del Parlamento europeo che ha infatti attribuito alle autorità di vigilanza nazionali il compito di autorizzare e vigilare sugli ECSPs, pur sulla base di norme europee di natura regolamentare.

Da tale ultima circostanza emerge come la tecnica di regolazione in discorso, per quanto necessaria e connaturata al fenomeno che si vuole governare, possa trovare forti resistenti e si debba scontrare con gli equilibri, spesso sottili, tra le diverse autorità, tanto nazionali, quanto sovranazionali.

Per quanto concerne invece il secondo profilo cui più sopra si è fatto cenno, il carattere *cross-sectoral* della digitalizzazione in genere si trova ben presente anche nel settore più specifico del *FinTech*.

Come si è sottolineato in apertura, la digitalizzazione ha, infatti, comportato la frammentazione delle tradizionali attività finanziarie in più segmenti, ciascuno dei quali spesso coinvolgente soggetti diversi. Da questo angolo visuale, nel disciplinare il fenomeno in esame, occorre tenere presente che esso fa leva su un'organizzazione (la piattaforma) dotata di una struttura differente dalle forme soggettive degli intermediari tradizionali su cui sono imperniate le attuali discipline delle riserve di attività. Il gestore della piattaforma, infatti, si pone sia come soggetto predisponente una struttura di mercato digitale (*marketplace*), nel cui ambito si incontrano gli utenti finali, sia come erogatore di un servizio proprio in qualità di parte di un rapporto «diretto», sia con gli intermediari tradizionali, sia con i clienti.

Se queste sono le caratteristiche del fenomeno, l'intervento legislativo e le regole non possono più seguire rigide partizioni di settore, secondo un'impostazione a “canne d'organo parallele e separate”¹⁴, ma devono strutturarsi se-

¹³ COMMISSIONE EUROPEA, *Fintech Action Plan: For a more competitive and innovative European Financial Sector*, (Communication) (8 March 2018), COM(2018) 109 final.

¹⁴ AMOROSINO, *Principi costituzionali, poteri pubblici e fonti normative in materia di mercati finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, 6.

condo un approccio trasversale, senza il quale l'ordinamento rischia di essere caratterizzato da una marcata rigidità (diametralmente opposta alla liquidità e flessibilità dell'economia *digital*) e da una eccessiva frammentazione delle normative, con conseguente incremento di complessità e costi. Perciò, sembra auspicabile che in ambito europeo si opti per una regolazione per principi (c.d. *standards*) miranti a disciplinare le piattaforme in quanto tali, guardando alla struttura oggettiva del fenomeno¹⁵: una sorta di «piattaforma regolamentare» (c.d. *regulation-as-a-platform*) comune a tutti i *marketplace* digitali e in grado di assicurare flessibilità normativa, sulla cui base potranno poi andare ad innestarsi discipline legate a singoli frammenti del mercato, ove ciò risultasse necessario e secondo il grado di intensità di volta in volta richiesto.

Da questo angolo visuale, il già menzionato regolamento in materia di *European Crowdfunding Service Providers* mostra di seguire, seppur timidamente, la via che si è appena segnata, introducendo regole comuni per l'*equity crowdfunding* e per il *lending-based crowdfunding*.

4. Il principio «same activity, same risk, same rules»

Si è già accennato, sempre in apertura, alla circostanza che la digitalizzazione dei servizi di investimento sia caratterizzata dall'ingresso e dal riconoscimento di *players* nuovi nel settore (i c.d. *new entrant*). Si tratta per lo più di imprese nate in ambito tecnologico che si sono trovate, alle origini di questa rivoluzione, a fornire ai soggetti operanti nel sistema del mercato finanziario dei servizi strumentali allo svolgimento delle attività tipiche. Con il passare del tempo, sfruttando un patrimonio informativo relevantissimo, accanto ad un ruolo «accessorio», questi soggetti ne hanno assunto uno sempre più attivo, andando a svolgere in modo «diretto» attività soddisfacenti un bisogno finanziario.

Segnatamente, le nuove tecnologie consentono a tali nuovi soggetti di offrire prodotti di natura e funzione finanziaria al di fuori dei tradizionali meccanismi di intermediazione, attuando, al contrario, una completa disintermediazione nei servizi. Tale circostanza porta con sé però il pericolo di pratiche anti-concorrenziali, per la motivazione che il difetto della loro matrice finanziaria, li esonera dalle articolate, vincolanti e penetranti discipline applicabili agli *incumbent*: a cominciare dal sistema di autorizzazioni fino a quello dei controlli da parte delle autorità garanti del settore.

¹⁵ Cfr. Bostoen, *Neutrality, Fairness or Freedom? Principles for Platform Regulation*, in *Internet Policy Review*, 2018, 7, 1, 4, in <https://policyreview.info/node/785/pdf>.

Il tema dunque dei rapporti tra intermediari tradizionali e nuovi è uno degli snodi regolatori più importanti della materia in discorso.

In merito, a me sembra imprescindibile adottare un approccio regolatorio volto ad assicurare che i diversi attori del nuovo mercato, tanto gli *incumbent* quanto i *new comer*, operino in un *level playing field* attraverso l'applicazione a ogni operatore delle medesime regole in forza del principio «*same activity, same risk, same rules*». Una tecnica di costruzione delle norme «funzionale» e *risk-based*, parametrata sulle attività in concreto svolte dagli operatori e sugli specifici rischi connessi. Accanto infatti alla diversità di strutture e modalità operative, ciò che deve essere considerata è l'equivalenza funzionale tra le attività se volte al soddisfacimento dei medesimi bisogni di natura finanziaria.

Accolta questa prospettiva di fondo, due sono i principi che assumono un ruolo determinante nella regolamentazione di questo nuovo scenario digitale: il principio di neutralità tecnologica e quello di proporzionalità.

Il primo, di cui sempre più diffusamente si sente parlare nei più diversi contesti, è considerato dal legislatore europeo, anche nell'ambito *FinTech*, «*one of the guiding principles of the Commission's policy*»¹⁶.

Esso si sostanzia nell'imporre al regolatore tanto europeo quanto nazionale, l'adozione di normative che non facciano espresso riferimento a specifiche tecnologie né stabiliscano rigide modalità tecniche attraverso cui i servizi debbano essere erogati. Tale principio si giustifica espressamente al fine di tutelare e promuovere l'innovazione: l'assenza di briglie in relazione alle tecnologie da utilizzare, permette al prestatore dei servizi di continuare a sviluppare le proprie strutture, via via più innovative ed efficienti per attuare il modello di *business*.

Se appare senz'altro condivisibile richiedere al legislatore di non riferirsi a specifiche soluzioni tecnologiche, è assai più discutibile che nell'oggi sia davvero possibile – e auspicabile – regolare in fenomeno senza riferirsi ai nuovi paradigmi tecnologici che assumono ormai, sempre più, una connotazione del modello di *business*. La variante tecnologica non si pone più infatti come meramente strumentale allo svolgimento di attività tradizionali: essa al contrario riconfigura le dinamiche di mercato, le relazioni tra i suoi attori ivi comprese le autorità di supervisione (v. par. 4), e, di conseguenza, non può non avere un impatto anche sul contenuto della regola.

Da questo angolo visuale, risulta condivisibile la tendenza di recente emersa, a livello internazionale, di introdurre regole specifiche per soggetti che utilizzano in modo pervasivo tecnologie abilitanti. Un esempio emblematico è dato dalle linee guida emanate nel marzo 2018 dalla Banca Centrale Europea

¹⁶ Per qualche spunto sull'emersione del principio nell'ambito del *FinTech* v. FALCONE, *Tre idee intorno al c.d. «FinTech»*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, I, 37 s.

(denominate «*Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*») e rivolte alle *FinTech banks*, ovvero alle banche che impiegano in misura significativa la tecnologia per la fornitura dei propri servizi, al fine di introdurre puntuali regole di adeguata gestione dei rischi specifici e *in primis* al fine di rendere più stringente, nella prospettiva della vigilanza bancaria, la verifica delle modalità tecnologiche avanzate attraverso cui ha luogo la valutazione del merito creditizio, nonché il rispetto di *standard* adeguati di sicurezza. Corretto appare, infatti, introdurre regole volte a governare rischi peculiari correlati all'uso di un determinato paradigma tecnologico nell'esercizio di una data attività.

Il principio di proporzionalità, invece, più risalente e già ampiamente diffuso nella legislazione comunitaria, permette di modulare il *set* disciplinare applicabile ad un determinato soggetto in funzione di una serie di parametri (di dimensione, complessità e rischi generati) al fine di calibrare nel modo migliore il carico di vincoli normativi, evitando eccessivi appesantimenti ma al contempo tutelando gli interessi in gioco.

In questa prospettiva, un esempio virtuoso di legislazione proporzionale è dato dalla *Payment Services Directive 2 (PSD2)*¹⁷, adottata proprio a seguito dell'emersione dei servizi di pagamento di paradigmi tecnologici inediti¹⁸.

Nel nuovo contesto, la direttiva ha legittimato l'ingresso, in chiave concorrenziale, di nuove categorie di prestatori di servizi di pagamento, c.d. *Third Party Providers (TPP)*, che si aggiungono a banche e istituti di pagamento che erano già a operare.

Proprio con riguardo alla pluralità e multiformità dei soggetti coinvolti nella prestazione di tali servizi, il principio è declinato attraverso l'imposizione di regole differenziate e di intensità graduata a seconda del tipo attività svolta (disciplina prudenziale, copertura assicurativa obbligatoria, regole organizzative/di *governance*, regole di condotta).

¹⁷ Direttiva 2007/64/CE, attuata nel nostro ordinamento attraverso il d.lgs. n. 218/2017.

¹⁸ In materia sia consentito rimandare al mio lavoro con M. RABITTI, *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: open banking e conseguenze per la clientela*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Liber amicorum Guido Alpa*, Milano-Padova, 2019, 711.