

SILVIA SEGNALINI

I CONTRATTI DI INVESTIMENTO DOPO IL FINTECH: NOTE
PRELIMINARI AD UNO STUDIO SISTEMATICO.

SOMMARIO: 1. Introduzione e impostazione del problema. — 2. L'antecedente storico.
— 3. Il caso dei contratti di gestione di portafogli.¹ — 4. Tirando un po' le fila.

1. INTRODUZIONE E IMPOSTAZIONE DEL PROBLEMA.

In letteratura, è diventato quasi un *topos* l'affermazione per cui la regolamentazione dei mercati finanziari è diventata talmente complessa, da essere difficile da applicare e soprattutto da controllare, quindi a ben vedere rischiosa là dove il suo intento dovrebbe essere piuttosto quello di prevenire i rischi sistemici.

Del resto, se come diceva Raffaele Mattioli l'attività bancaria è una attività pratica puramente intellettuale¹, è però quasi fisiologico che le continue riflessioni sul sistema e soprattutto sulla incessante attività regolatoria che investe il medesimo, ne abbiano accresciuto la complessità, rallentando anche la chiara percezione e comprensione di fenomeni relativamente nuovi.

Come nella migliore tradizione giuridica, infatti, il diritto quando un fatto nuovo si manifesta chiaramente è già in ritardo, e non potrà che tentare di rincorrere la novità con affanno.

È il caso recentemente del *FinTech*, termine su cui converrà da subito cercare innanzitutto di intenderci: esso deriva dall'unione di due parole "fin" come finanza e "tech" come tecnologia, e viene utilizzato in senso generale per riferirsi alla tecnologia finanziaria e all'insieme delle

¹ Così come ricordato da G. ZITO, *Regole e gioco delle regole*, in «Rivista bancaria – Minerva Bancaria», n. 2.3/2017, 129.

applicazioni tecnologiche usate nel modo più vario dalle imprese del mondo finanziario, fino a diventare sinonimo di nuovi servizi finanziari dai contorni in evoluzione costante e parallela a quella tecnologica².

Banca d'Italia³ ha per ora utilizzato soprattutto la definizione di FinTech che è possibile trovare nei documenti del *Financial Stability Board*, che parla di «innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni, o sull'offerta di servizi»⁴.

Un tale cambiamento di prospettiva, porta comunemente a pensare a come sia impellente far emergere regole nuove, e inevitabile la ridefinizione di categorie del diritto, ma anche di categorie generali: il concetto di territorio, ad esempio, che sta progressivamente perdendo la qualità di spazio di esercizio di una determinata sovranità, per divenire una entità indefinita in cui avvengono le operazioni finanziarie.

Ma è davvero così, perlomeno dal punto di vista privatistico e della teoria generale del diritto?

² Sul *FinTech*, cfr. per tutti M.T. PARACAMPO (a cura di), *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 3 ss., in cui si sottolinea correttamente la mancanza di una definizione univoca del fenomeno, anche da parte delle singole Autorità o Istituzioni che hanno cominciato ad indagarlo. L'ESMA ed il *Financial Stability Board* hanno ad esempio prediletto un rapporto di genere a specie, considerando il *FinTech* una tipologia di un insieme più grande, quello della innovazione finanziaria. Negli stessi termini sostanzialmente anche il documento in consultazione del Comitato di Basilea.

³ Cfr. documento Banca d'Italia, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, Dicembre 2017, 9 ss., reperibile sul sito <http://www.bancaditalia.it>

⁴ Si veda il documento del *Financial Stability Board*, *Fintech credit Market structure: business models and financial stability implications*, 22 May 2017, reperibile al seguente link <http://www.fsb.org/2017/05/fintech-credit-market-structure-business-models-and-financial-stability-implications/>.

In altre parole, è davvero necessario complicare concettualmente il sistema – a partire dalle categorie generali - per poi lamentarsi della sua complessità e del fatto che starebbe diventando sempre più difficile l'applicazione delle regole.

Lo scopo di questo lavoro è essenzialmente quello di proporre una prima riflessione sull'impatto del *FinTech* sulla validità e attualità delle categorie tradizionali: la scelta di un caso specifico, quello della gestione di portafogli e relativi contratti con l'intervento di un *robo-advisory* (o *robo for advisory*, si vedrà meglio nel prosieguo tale distinguo), è dettata dalle suggestioni che un precedente non poi troppo lontano nel tempo, ha esercitato su chi scrive anche e soprattutto in termini di chiarezza concettuale delle letture più convincenti date dai giuristi coinvolti nel(l'acceso) dibattito, e che ben potrebbero costituire un modello e fornire una indicazione di metodo utile per non perdere la rotta nel «diluvio documentale»⁵ che ha investito il fenomeno.

Come ben sottolineato infatti dai primi interpreti, «da confusione che, nella maggior parte dei casi ancora regna sia sul fenomeno *FinTech* sia sulle diverse problematiche giuridiche che le nuove tecnologie sollevano, pone in primo piano l'esigenza di fissare le prime coordinate»⁶.

2. L'ANTECEDENTE STORICO.

Sono note le diatribe fra civilisti, già sul finire dell'Ottocento, sull'inquadramento delle nuove tipologie di scambi di mercato, in cui gli studiosi si sono affaticati a ragionare dapprima intorno ai negozi conclusi

⁵ Così con espressione efficace, PARACAMPO (a cura di), *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico*, cit., 11; 15.

⁶ Così ancora PARACAMPO (a cura di), *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico*, cit., XVI.

per mezzo di automatici⁷ — una sorta di antenati degli odierni *robot* — per poi replicare le discussioni più in generale per quelli che all'epoca erano percepiti come nuovi scambi di mercato⁸. In questo contesto, vi è

⁷ I c.d. automatici possono essere distinti, in base alla diversità di contratti che attraverso di loro è possibile concludere, in automatici distributori di merci; automatici da servizi; automatici assicuratori; automatici per depositi di cassa di risparmio; automatici da «réclame». Il dibattito dottrinario sugli scambi di mercato con automatici comincia alla fine dell'ottocento, nella Germania di Guglielmo II, alle prese con i primi apparecchi meccanici, che resero possibile l'esecuzione di una prestazione senza l'intervento diretto di una parte, dando vita a rapporti giuridici molto singolari, sulla natura dei quali si è per primo interrogato W.G. AUWERS, *Der Rechtsschutz der automatischen Wage nach gemeinem Recht*, Diss. Göttingen, 1891, 1 ss.; cui hanno fatto seguito i lavori di F. GÜNTHER, *Das Automatenrecht*, Diss. Göttingen, 1892, 3 ss.; K. SCHELS, *Der strafrechtliche Schutz des Automaten*, Diss. München, 1897, 1 ss.; F. SCHILLER, *Rechtsverhältnisse des Automaten*, Diss. Zürich, 1898, 1 ss.; P. ERTEL, *Der Automatenmissbrauch und seine Charakterisierung als Delikt nach dem Reichsstrafgesetzbuche*, Diss. Erlangen, 1898, 3 ss. — che si occupa, però, esclusivamente dei profili penali — ; H. NEUMOND, *Der Automat. Ein Beitrag zur Lehre über die Vertragsofferte*, in «Arch. Für die civilistische Praxis», LXXXIX, 1899, 166 ss. Rimanendo in aerea tedesca, cenni anche in J. BIERMANN, *Rechtswang zum Contrahiren*, in «Jhering's Jahrb.», XXXII, 292 ss.; R. MASCHKE, *Das Eigentum in Civil-und Straf. Recht. Untersuchungen zur organischen Structur d. Sachenrechte*, Berlin, 1895, 219 ss. In Italia, il tema è stato affrontato da G. MESSINA, *La promessa di ricompensa al pubblico*, Girgenti, 1899, 72 nt. 3; 143 nt. 3; M. RICCA-BARBERIS, *Dall'offerta fatta al pubblico e del contratto stipulato coll'automate*, Roma, 1901, 5 ss. (già in «La Legge», XLI, s. IV, v. I, 356 ss.); A. CICU, *Gli automi nel diritto privato*, in *Il Filangieri*, VIII, Milano, 1901, 561 ss. (ora in *Scritti minori di A. Cicu*, II, Milano, 1965, 287 ss., da cui si cita); A. SCIALOJA, *L'offerta a persona indeterminata ed il contratto concluso mediante automatico*, Città di Castello, 1902, 151 ss.. In quest'ultimo A. (*ibid.*, 148 s.), si trova una curiosa notazione: i primi apparecchi automatici sarebbero da collocare intorno al 300 a.C., perlomeno secondo HERON ALEXANDRINUS, *Opera quae supersunt omnia*, Leipzig, 1899, fisico e matematico, che descrisse il funzionamento di tre diverse specie di vasi automatici: per l'acqua lustrale (situato alla porta del tempio e azionabile con monete: l'unico con funzione di lucro); per il vino e per l'acqua.

⁸ Si possono fare numerosi esempi in tal senso: oltre alle vendite con automatici; gli scambi nei magazzini e nei centri commerciali; i negozi conclusi attraverso moduli e formulari o condizioni generali di contratto; le vendite via «internet», televisione o per

stato chi, da un lato, ha tentato di collocare tali rapporti addirittura nell'ambito dei diritti reali⁹; dall'altro, chi propendeva per una loro configurazione in termini di negozio giuridico obbligatorio¹⁰.

Non è ormai più il caso di indugiare sui motivi per cui la prima opzione è recisamente da respingere¹¹.

Più interessante è il rilevare che la dottrina che — a ragione — ha sostenuto la natura contrattuale dei c.d. negozi automatici¹² tende sì a utilizzare, per inquadrare il fenomeno, le categorie già note¹³, ma con tutta una serie di eccezioni ai principi e di contraddittorie circostanziazioni, che ne ridisegnano, e confusamente, i contorni¹⁴:

corrispondenza; e poi, ancora, la piazza elettronica, le offerte incrociate, i c.d. accordi tra «computers», etc. ...

⁹ Cfr. per tutti GÜNTHER, *Das Automatenrecht*, cit., 11.

¹⁰ In particolare, AUWERS, *Der Rechtsschutz der automatischen*, cit., 7; CICU, *Gli automi*, cit., 289 ss.; SCIALOJA, *L'offerta a persona indeterminata*, cit., 143 ss.

¹¹ In proposito valga quanto già sostenuto in letteratura nel secolo scorso, da AUWERS, *Der Rechtsschutz der automatischen*, cit., 7; e per la dottrina italiana da CICU, *Gli automi*, cit., 289 ss. e da SCIALOJA, *L'offerta a persona indeterminata*, cit., 143 ss..

¹² La terminologia richiamata nel testo è adottata, per brevità, da CICU, *Gli automi*, cit., 288, che ha cura di precisare che con la medesima si vuole intendere «negozio concluso 'per mezzo d'automa'» (*ibid.*, 288 nt. 9). L'a. non intende proporre quindi — come sembrerebbe credere, se si è ben inteso il suo pensiero, N. IRTI, *Scambi senza accordo*, in «Riv. trim. dir. proc. civ.», LII, 1998, 354 —, una categoria giuridica nuova, quella del «negozio automatico», a fini tassonomici; e forse neanche una categoria descrittiva.

¹³ Un'eccezione è costituita, forse, da quella parte della dottrina tedesca che conia la figura del c.d. contratto manuale — in cui il tempo della conclusione del contratto coincide con la sua totale o parziale conclusione — e quella del c.d. contratto tacito, in cui la volontà delle parti è implicita: cfr., sul tema, per tutti J. KOHLER, *Das Vereinbarungsdarlehen*, in «Arch. f. bürg. Recht», II, 1889, 2 ss.; H. SIBER, *Die schuldrechtliche Vertragsfreiheit*, in «Jherings Jahrbücher», LXX, 1921, 244 ss.; L. BRÜTT, *Die abstrakte Forderung*, Berlin, 1908, 18 ss. Categorie, entrambe, di cui è però difficile stabilire la portata innovativa, se non a livello terminologico o tutt'al più epifenomenico.

¹⁴ Non servono molte parole per dimostrare tale affermazione. CICU, *Gli automi*, cit., 311 ss., ad esempio, cerca di circostanziare la concezione di Schiller — citato *supra*,

dando l'impressione che non sia in fondo necessario snaturare tali categorie, se non al prezzo della coerenza del sistema.

Più di recente il dibattito è stato aggiornato da Irti¹⁵: al centro del suo pensiero sta il declino dell'accordo, inteso (esclusivamente) come risultato dialogico, che porta alla dissoluzione del contratto nella

nt. 5 — secondo cui i contratti conclusi mediante automatico sarebbero reali e unilaterali, in quanto ciò mal si concilierebbe con una tradizione giuridica che considera la compravendita e la locazione, in cui tali contratti nella maggior parte si risolverebbero, come — viceversa — consensuali e bilaterali. C'è parte dal presupposto che i contratti conclusi mediante automatico non danno vita a contratti *sui generis*, ma a fattispecie che rientrano nelle forme contrattuali tipiche, riconosciute e regolate dal diritto. A rigore, quindi, si dovrebbe trattare di contratti consensuali e bilaterali: invece il giurista, li considera contratti reali e unilaterali. Reali, in quanto la realtà sarebbe, secondo l'a., un carattere estensibile a qualsiasi forma contrattuale, in quanto attiene alla esteriore configurazione del contratto e non alla sua intima natura; o, in altri termini «una modalità eventuale nei rapporti obbligatori» che «potrebbe rientrare nel concetto di condizione, in particolare in quello di condizione potestativa» (*ibid.*, 316). Mentre l'unilateralità del contratto, sempre secondo C'è — cui *adde*, sul punto, Messina: v. *supra*, nt. 5 —, «non esclude che esso possa contenere e generalmente contenga un rapporto sinallagmatico» (*ibid.*, 317): del resto «anche i contratti innominati romani, che pur erano reali» — sic! — «contenevano un rapporto sinallagmatico» (*ibid.*, 317 nt. 99). Basata sui medesimi presupposti, e caratterizzata dalle medesime forzature del sistema, anche la concezione di SCIALOJA, *L'offerta a persona indeterminata*, cit., 164 ss., che è costretto ad affermare che quei contratti che nella loro forma tipica sono consensuali, se conclusi mediante automatici assumono «una certa tinta di realtà» (*ibid.*, 164), che dovrebbe avere influenza sulla configurazione del negozio giuridico: ad esempio in quanto, prosegue l'a., pur non essendo unilaterale il contratto, si deve ammettere che la sua bilateralità può essere modificata. Ma delle due l'una: o talune categorie tradizionali sono adeguate per la comprensione del fenomeno, e vengono assunte e utilizzate per quello che sono; o non sono adeguate, e si ricorre ad altro, a categorie diverse per esempio.

¹⁵ Le riflessioni dell'autore sono racchiuse in più contributi — da N. IRTI, *I cinquant'anni del codice civile*, in «Riv. dir. civ.», XXXVIII, 1992, I, 227 ss.; ID., *Scambi senza accordo*, in «Riv. trim. dir. proc. civ.», LII, 1998 —, ora raccolti in N. IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 1998, 3 ss. Ma v. anche N. IRTI, *Lecture bettiane sul negozio giuridico*, Milano, 1991, in part. 70.

combinazione di due atti unilaterali (e destinati a rimaner tali), di esposizione e di scelta della merce, mediante i quali si realizzerebbe lo scambio¹⁶.

In altre parole, gli scambi di massa si svolgerebbero senza accordi, a causa dell'assenza di dialogo¹⁷, motivo per cui Irti propone di collocarli o in una nozione (forzata) di contratto che prescinde dall'accordo o in una nozione di scambi senza contratto (altrettanto forzata): quale che sia l'opzione prescelta, l'autonomia privata, in parte depauperata dalla tutela della libertà del volere¹⁸, troverebbe poi la sua misura e la sua protezione nella disciplina del mercato, nelle regole della concorrenza.

Non si può non apprezzare pertanto in questo contesto la chiarezza concettuale di quella parte della dottrina che non sente il bisogno di

¹⁶ La costruzione proposta, agli occhi dello storico del diritto — o aspirante tale —, tanto sembrerebbe ricordare quella con i giuristi romani costruivano, originariamente, i negozi giuridici bilaterali: ed in cui le manifestazioni di volontà dei due soggetti non erano considerate come fuse in un solo atto, ma configurate come due dichiarazioni (o comportamenti concludenti) distinte e convergenti verso il medesimo scopo, ciò che permetteva di superare le difficoltà dei romani di concepire la traslazione di un diritto da un soggetto all'altro: in tal senso, v. per tutti E. VOLTERRA, *Corso di istituzioni di diritto romano*, Roma, 1958, 166 s.

¹⁷ Non si può fare a meno di evidenziare come né CICU, *Gli automi*, cit. — in cui non si è trovata traccia —, né R. SACCO, *Il diritto muto*, in «Riv. dir. civ.», XXXIX, 1993, I, 689 ss. — la cui indagine, di tipo macrosistemico, si limita a rilevare la distinzione, nel mondo giuridico, tra atto parlato e atto muto; e fonte parlata e fonte muta (*ibid.*, 699 ss.) —, sembrerebbero essersi occupati del declino del dialogo nel mondo giuridico, nel senso voluto da IRTI, *Scambi senza accordo*, cit., 354, anche nt. 7, che li considera, viceversa, autorevoli precedenti per le sue teorie. Il punto non è sfuggito a F. GAZZONI, *Contatto reale e contatto fisico (ovverosia l'accordo contrattuale sui trampoli)*, in «Riv. dir. comm. e dir. obblig.», C, 2002, I, 661, che fa notare come ben diversa è «la 'realità' del contratto reale [cui si riferisce Cicu ndr], rispetto alla c.d. 'realità' degli atti unilaterali di cui parla l'Irti» (*ibid.*, 661).

¹⁸ Secondo IRTI, *Scambi senza accordo*, 361 s. nt. 15, nella stessa Relazione al Codice del Ministro Guardasigilli, verrebbe confessato il «sacrificio della libertà di trattativa», con riguardo alla previsione di condizioni generali di contratto nonché di contratti conclusi mediante moduli e formulari.

forzare le categorie civilistiche tradizionali, utili per puntellare anche gli scenari più lontani da quelli per i quali sono state create, senza finire nel disordine concettuale e disciplinare di altre fantasiose ricostruzioni: un metodo di approccio al nuovo che avanza che è stato inaugurato da Oppo¹⁹, là dove per primo ha fatto notare — nel dibattito sui presunti scambi senza accordo — come anche se «lasciamo stare che un qualche dialogo ... può esservi anche negli scambi che consideriamo» va detto che «l'art. 1321 c.c. [che contiene la definizione di contratto *ndr*] non richiede trattativa, dialogo e neanche espressione linguistica, più o meno dominante o dominabile. Il dialogo non solo non è richiesto dall'art. 1321 ma manca, o può mancare, nelle ipotesi tipiche dell'art. 1327 (conclusione, «prima della risposta», con l'esecuzione) e dell'art. 1333 (conclusione «in mancanza di rifiuto» del contratto con obbligazioni del solo proponente)».

Il che, come ricostruzione, appare più coerente con la logica del diritto e del sistema: non sono mancate pertanto autorevoli posizioni *ad adiuvandum*²⁰, le repliche alle quali sono apparse piuttosto deboli²¹, per cui è stato agevole controreplicare²².

¹⁹ G. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in «Riv. dir. civ.», XLIV, 1998, I, 525 ss.

²⁰ Sostanzialmente, *adde*, con diversi argomenti C.M. BIANCA, *Diritto civile*², III, *Il contratto*, Milano, 2000, 39 ss., che sottolinea non solo come «proprio nell'offerta e nell'accettazione della merce si realizza l'accordo delle parti» (*ibid.*, 43) — che non è novità dei nostri tempi, come suggerisce l'a. citando un noto passo di Erodoto, *Storie*, IV, 196 —, ma anche che ormai, come unanimemente riconosciuto dalla dottrina, non basta ad escludere il contratto l'affievolirsi del ruolo della volontà nel processo di formazione del contenuto della relazione privata — caratteristica inevitabile della standardizzazione contrattuale — essendo sufficiente l'accordo sulla costituzione del rapporto. Così come puntuale appare la replica di GAZZONI, *Contatto reale e contatto fisico*, cit., 655 ss., in cui particolarmente gravida di conseguenza sembrerebbe essere l'osservazione secondo cui, nei moduli e formulari, non solo il dialogo non può mai mancare, anche se per di più circoscritto agli aspetti patrimoniali del contratto (e qui l'a. cita gli esempi del tasso di interesse bancario, del premio di assicurazione e dell'acquisto di un autoveicolo, in cui vi sono ampi margini di trattativa per il cliente, nonostante la predisposizione di un modulo o formulario), «ma anche per quanto riguarda l'aspetto

Una posizione che non ha quindi bisogno di cercare rifugio altrove, verso lidi nuovi ed inesplorati, l'evocato «ordine giuridico del mercato»²³: una via d'uscita tanto suggestiva quanto fonte di incertezze, nella misura in cui pone più problemi di quanto non sia in grado di risolverne, innanzitutto sul piano disciplinare²⁴.

dispositivo ...l'Irti oblitera proprio l'art. 1342 c.c., nella parte in cui prevede la prevalenza delle clausole aggiunte su quelle del modulo o formulario incompatibili, pur se non cancellate» (*ibid.*, 657), sintomo inconfondibile — prosegue l'a. — «che, a livello di traffici, la modifica pattizia delle clausole predisposte non è una rara eccezione» (*ibid.*, 657). Mentre acuta è l'osservazione secondo cui «il nostro uomo qualunque, preferisce questo tipo di acquisto [vendite nei grandi magazzini, vendite telematiche o televisive *ndr*] proprio per la sua convenienza economica. L'assenza di dialogo significa allora non assenza di libertà, ma, tutto al contrario, inutilità della trattativa che, in altro contesto, condurrebbe, se del caso, a quella diminuzione del prezzo, che egli, viceversa, ottiene senza alcuna discussione» (*ibid.*, 658).

²¹ Cfr. N. IRTI, «È vero, ma ...» (*replica a Giorgio Oppo*), in «Riv. dir. civ.», XLV, 1999, I, 273 ss.; ID., *Lo scambio dei foulards (replica semiseria al prof. Bianca)*, in «Riv. trim. dir. proc. civ.», LIV, 2000, 601 ss., in cui l'a. si limita a ribadire le proprie tesi, non introducendo elementi nuovi su cui prendere posizione.

²² Cfr. C.M. BIANCA, *Acontrattualità dei contratti di massa?*, in «Vita not.», 2001, II, 1120 ss. Sul tema v. anche A. BORTOLUZZI, *Umanizzazione del contratto?*, in «Vita not.», 1999, I, 1618 ss.

²³ L'espressione, come è ormai noto, è di Irti, che ne fa anche il titolo di una raccolta di scritti, citata *supra*, nt. 13.

²⁴ Il primo a porsi problemi su questo piano è OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, cit., 531 s., secondo cui non è sufficiente rinviare il tutto all'ordine del mercato, nel quale, semmai, si può rinvenire la protezione generale delle parti negli scambi, ma non di certo la disciplina del singolo rapporto: anche se, per onestà intellettuale, l'a. ammette che problemi di disciplina — o meglio: di adattamento della disciplina codicistica tipica — si pongono anche per chi mantiene una visione tradizionale. A Oppo fa eco BIANCA, *Diritto civile*², III, cit.: «l'ipotesi di un rapporto contrattuale senza accordo è sterile in quanto non offre alcun risultato positivo per quanto attiene alla regolamentazione dell'operazione» (*ibid.*, 44). E da ultimo GAZZONI, *Contatto reale e contatto fisico*, cit., 666, che si chiede — posto che secondo Irti in presenza di uno scambio senza accordo la disciplina contrattuale sarebbe applicabile solo in via analogica — «quali, poi, tra le norme che disciplinano il contratto, potrebbero essere estese in via analogica? Di certo,

E' stato infatti autorevolmente detto che «né la scienza, né la pratica si giovano di un annacramento dei concetti e degli istituti»²⁵.

3. IL CASO DEI CONTRATTI DI GESTIONE DI PORTAFOGLI.

Lo stesso ragionamento sembrerebbe poter essere ripetuto anche per i contratti di investimento: tra questi, l'esempio dei contratti di gestione di portafogli, scelto in questa sede per impostare le riflessioni non è, come si evidenziava all'inizio²⁶, casuale.

Innanzitutto, costituiscono una categoria ormai comunemente riconosciuta come contratto tipico di investimento, il che non può esser detto per tutti i contratti su strumenti finanziari²⁷.

Tra i contratti di investimento, infatti, solo la gestione di portafogli, la negoziazione di strumenti finanziari e l'offerta fuori sede di strumenti e servizi finanziari hanno raggiunto una «aggregazione coerente di elementi»²⁸ da poter essere considerati contratti tipici, riconducibili alla categoria dei contratti di investimento, pur essendo la medesima assente, formalmente, nella legge e nella disciplina regolamentare²⁹.

nessuna di quelle che presuppongono l'accordo...» (*ibid.*, 666). Ed il nodo problematico appare particolarmente sfumato nelle repliche: cfr. IRTI, «È vero, ma ...» (*replica a Giorgio Oppo*), cit., 277; ID., *Lo scambio dei foulards (replica semiseria al prof. Bianca)*, cit., 603.

²⁵ Così OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, cit., 526.

²⁶ Cfr. *supra*, § 1.

²⁷ L'analisi delle problematiche che nel tempo hanno diviso la dottrina per arrivare ad una corretta qualificazione contrattuale della gestione di portafogli, sono ben ricostruite e sviluppate da M. COSSU, *Contratti di gestione di portafogli*, in E. GABRIELLI-R. LENER (a cura di), «I contratti del mercato finanziario»², I, Torino, 2011, 699 ss.

²⁸ Così C. BEDUSCHI, *A proposito di tipicità e atipicità contrattuale*, in «Riv. dir. civ.», I, 1986, 378.

²⁹ Cfr. ancora COSSU, *Contratti di gestione di portafogli*, cit., 706 ss., che tuttavia osserva come si possa «ovviamente, in senso lato e per comodità, parlare di contratti di investimento per intendere genericamente tutti i contratti aventi ad oggetto strumenti e/o servizi di investimento (...), purché sia chiaro che dal punto di vista civilistico si tratta di un uso atecnico dell'espressione» (*ibid.*, 708).

Un risultato che per i contratti di gestione di portafogli è stato il risultato di un lungo dibattito, partito dalle stesse premesse dalle quali erano scaturiti i molti dubbi circa l'inquadramento degli scambi di mercato: si disse infatti che, al pari degli altri contratti su strumenti finanziari — forniti inizialmente solo della c.d. «tipicità sociale»³⁰ —, non fossero anch'essi sottoposti ad un'unica disciplina unitaria e organica, ma piuttosto ad una serie di norme dentro un «micro-sistema»³¹, messo insieme solo per il gusto della sistematicità, ma che sfugge alle categorie dogmatiche. In questo modo, si è ritenuto anche come verrebbe meno l'unità del contratto in genere, che conoscerebbe una serie di frammentazioni interne: i «micro-sistemi» per l'appunto, termine in cui — e non può non colpire — per primo si è espresso proprio Irti³², con le stesse contraddizioni osservate per gli scambi di mercato, in quanto non si può sostenere la frammentazione del sistema e contemporaneamente che il Codice civile resto al centro come «ricco e raffinato arsenale di strumenti tecnici»³³. Sul punto, coglie più nel segno chi, in questo contesto ed in risposta alla teoria dei micro-sistemi,

³⁰ Un'espressione cara ad una certa tradizione di pensiero, che risale a E. BETTI, *Teoria generale del negozio*, Napoli, rist. 1994, 191 ss. Mentre non è sempre vero, come sostenuto da H. M. PAWLOWSKI in S. MAZZAMUTO-L. NIVARRA (a cura di), *Introduzione alla metodologia giuridica*, Milano, 1993, 143 ss., che di norma il tipo sociale tende a confluire in un tipo legale: come dimostrano proprio i contratti di investimento, in quanto non per tutti i contratti su servizi e strumenti finanziari — indubbiamente tutti forniti di una sorta di «tipicità sociale» —, si può parlare di tipicità sociale, come ben sottolineato da COSSU, *Contratti di gestione di portafogli*, cit., 706.

³¹ Così si esprime V. ROPPO, *I «nuovi contratti» fra autonomia privata e interventi del legislatore. Note minime*, in «Riv. critica dir. priv.», 1992, 4.

³² In N. IRTI, *L'età della decodificazione*, Milano, 1979, 65 ss., intendendo per micro-sistema «un insieme di norme speciali, che, dettate per singoli istituti o classi di rapporti, si ritrovano in comuni principi di disciplina. L'unità del sistema giuridico (...) nasconde una pluralità di micro-sistemi, ciascuno dotato di una propria logica e di un proprio ritmo di sviluppo».

³³ Così IRTI, *L'età della decodificazione*, cit., 101.

osserva come il Codice civile sia «un corpo di legge che, nelle sue applicazioni, nei suoi mutamenti e nelle sue trasformazioni, ha sempre come presupposto specifiche manifestazioni di quell'autonomia privata che costituisce il principio essenziale del codice civile e quindi ha in se stesso i congegni per il suo continuo ammodernamento»³⁴.

Il contratto di gestione di portafogli è invece un contratto non solo tipico ma anche nominato: in quanto il legislatore non si limita ad attribuirgli un nome, ma ne fornisce una parziale disciplina, non rilevando in tal caso se poi la stessa sia integrata anche da norme di rango regolamentare³⁵.

Volendo ragionare quindi sulla validità delle categorie tradizionali del diritto sul sistema dei contratti del mercato finanziario dopo l'impatto del *FinTech*, è più corretto dal punto di vista logico, per non esporre il ragionamento già ad una prima debolezza intrinseca, concentrarsi su un contratto che già di per sé abbia trovato compiutamente posto nel sistema medesimo.

Inoltre, non si può non essere colpiti dall'analogia tra i contratti conclusi mediante automatici che hanno messo in discussione la categoria del contratto nel Secolo scorso, nei termini e coi risultati visti poc'anzi³⁶, e i contratti di gestione di portafogli quando nella dinamica consulenziale si abbia — ed è una delle applicazioni del *FinTech* — l'intervento in qualche modo di un *robo-advise*.

Sul punto, occorre innanzitutto una precisazione preliminare, in quanto il termine '*robo-advise*' si traduce nella realtà in tre diverse modalità di gestione del servizio di consulenza: il *robo-advise* puro, ove il servizio è totalmente affidato ad una macchina, in tutte le sue fasi; il *robo-advise* c.d. ibrido, quando nella gestione dei portafogli l'attività dei *team* di *asset allocation* non è demandata totalmente ad algoritmi, ma vede la

³⁴ Così, G.B. FERRI, *Antiformalismo, democrazia, codice civile*, in ID., *Persona e formalismo giuridico. Saggi di diritto civile*, Rimini, 1987, 49.

³⁵ Così ancora COSSU, *Contratti di gestione di portafogli*, cit., 710.

³⁶ Cfr. *supra*, § 2.

partecipazione di un consulente; infine, il c.d. *robo4advisor*, ove l'attività del *robot* si rivolge non al pubblico degli investitori, ma ai consulenti professionali, i quali a loro volta la utilizzano per fornire un servizio al pubblico³⁷.

L'elemento caratterizzante il fenomeno è dunque da individuare nel grado di digitalizzazione del servizio di consulenza.

Il fenomeno in questione ha ovviamente aperto interrogativi e dubbi, e molti si sono chiesti se il futuro degli investimenti sarà fatto solo di *robot* o il contatto e la consulenza umana, in qualche modo, continueranno a esserci.

È chiaro che, in casi come questi, saranno i risparmiatori a plasmare l'offerta. Sul punto, una ricerca condotta da PwC³⁸ fornisce una lettura interessante, secondo la quale, partendo dall'assunto che il mercato della consulenza finanziaria è essenzialmente segmentato in tre macro categorie — *mass market* (di norma con disponibilità finanziarie del cliente inferiori ai 100.000€), segmento *affluent* (con disponibilità finanziarie comprese tra i 100/150.000 e 500.000€) e segmento *private* (con disponibilità finanziarie superiori a 500.000 €, talvolta superiore al milione di euro) —, solo per la clientela *mass market* il modello più indicato sarebbe il *robo advisor* puro³⁹. Non hanno complesse esigenze

³⁷ Cfr. per tutti M.T. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in M.T. PARACAMPO (a cura di), *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 127 ss.; e R. LENER, *La digitalizzazione della consulenza finanziaria: i robo advice e le regole Mifid*, in FCHub, 6 giugno 2018.

³⁸ M. FOLCIA-M. PANEBIANCO-F. JAMES, *Robo advisor: l'evoluzione del modello di consulenza finanziaria*, in «MK», 4, 2016, 2 ss. (disponibile anche sul sito www.pwc.com).

³⁹ Gli investitori del segmento *mass* preferiscono infatti investire in strumenti semplici, richiedono un servizio con basse *fees* e con un elevato livello di trasparenza, tramite il quale possono investire in maniera autonoma il proprio denaro, solitamente in portafogli standardizzati. Non a caso, i primi modelli di *robo advisor* lanciati in Italia, (es. *MoneyFarm*) si sono rivolti principalmente a questo segmento. Diversamente, il segmento *private* è costituito da investitori dalle esigenze finanziarie complesse solitamente assistiti da boutique di consulenza finanziaria e Sim, che reputano necessario essere

finanziarie, per questo sono disposti a optare per soluzioni maggiormente standardizzate. Allo stesso tempo, è per loro cruciale essere coinvolti e informati nel processo di investimento, come è previsto infatti dalla consulenza robotizzata.

Questo vuol dire in sostanza, che il mercato del *robo-advice* è costituito principalmente da operatori che svolgono attività di mera consulenza generica⁴⁰, che è diversa da quella di carattere generale e *a fortiori* da quella personalizzata⁴¹.

Delle tre specie solo la consulenza specifica, personalizzata è servizio d'investimento riservato ed è oggetto dei contratti di gestione di portafogli: proprio quel tipo di consulenza per la quale è stato acutamente osservato che «per tradursi in consigli personalizzati, non può prescindere dalla conoscenza del cliente, dal dialogo con lo stesso e soprattutto da spiegazioni e motivazioni del consiglio, si fa opera concreta e preziosa di educazione finanziaria. Ed è soprattutto per questa

guidati da un consulente finanziario di fiducia. I prodotti finanziari che vengono loro offerti sono altamente differenziati e a volte sofisticati. Questi investitori ritengono che l'interazione umana sia ancora fondamentale e considerano le piattaforme digitali come un'opportunità, non tanto per poter investire in maniera autonoma, ma per poter monitorare in tempo reale i loro investimenti. A una clientela *private*, il modello di servizio automatizzato più adatto, è quello del *roboAdvisor*: la piattaforma digitale usata come supporto dal consulente finanziario per offrire soluzioni sempre più personalizzate. Infine, anche gli investitori del mercato *affluent* hanno esigenze finanziarie altrettanto articolate, ma accettano un livello di personalizzazione inferiore rispetto al segmento *private*. Questi investitori da un lato valutano fondamentale la presenza di un consulente finanziario umano, ma dall'altro si stanno già spostando verso soluzioni più ibride e digitalizzate del servizio di consulenza, soprattutto i più giovani.

⁴⁰ Le riflessioni sulla consulenza, sul suo inquadramento e su quali fattispecie integrino una consulenza personalizzata sono in uno stadio molto più avanzato in Gran Bretagna: dove per l'appunto la consulenza automatizzata è stata ricondotta dalla FCA (*Financial Conduct Authority*) alla consulenza semplificata. Cfr. in tal senso, PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., 132 ss., anche in nt. 8.

⁴¹ Sulle distinzioni tra i tre tipi di consulenza, cfr. per tutti LENER, *La digitalizzazione della consulenza finanziaria*, cit., 2 s.

inclusione nella provincia della consulenza dell'educazione finanziaria che le mobili frontiere della consulenza divengono oggi anche frontiere nobili»⁴².

Dal punto di vista qui assunto, pertanto, l'avvento del *robo-advice* non sembrerebbe incidere affatto — perlomeno allo stato — sui contratti di gestione di portafogli, e non comporterebbe quindi la necessità di ripensare in alcun modo nessuna delle categorie del diritto finora applicate ai medesimi.

In realtà, come sottolineato da Lener «ciò che veramente è importante è che siano chiaramente delimitati i confini del servizio, quando una o più fasi della consulenza siano automatizzate. Se il discrimine è rappresentato dalla personalizzazione della raccomandazione, qualora il *robo-advisor* fosse in grado di elaborare le informazioni ricevute in modo da costruire una raccomandazione adeguata alla profilatura del cliente, a lui formulandola come tale, il *robo-advice* configurerebbe una consulenza in materia di investimenti, eventualmente “di base”⁴³: motivo per cui anche gli obblighi previsti dalla normativa interna di attuazione della MiFID II sarebbero, secondo l'Autore, complessivamente adeguati e non necessiterebbero di particolari correzioni per l'ipotesi di *robo-advice*, inteso nei limiti poc'anzi chiariti.

Non a caso, quindi, in questo contesto si è assistito soprattutto ad azioni di monitoraggio per cercare di comprendere il fenomeno soprattutto dal punto di vista della tutela del consumatore⁴⁴, mentre dal punto di vista normativo gli interventi pur appearing numerosi, restano, in mancanza di un contesto armonizzato, piuttosto vaghi nei contenuti.

Non si tratta neanche a ben guardare di veri e propri interventi

⁴² M. STELLA RICHTER JR., *Dalle mobili alle nobili frontiere della consulenza finanziaria*, in «Banca Borsa Titoli di credito», maggio-giugno 2016, 320 ss.

⁴³ LENER, *La digitalizzazione della consulenza finanziaria*, cit., 6 s.

⁴⁴ In tal senso si è mossa per primo la IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), poi le Autorità Europee (ESMA, EBA ed EIOPA, c.d. ESAs), infine alcune singole Autorità.

normativi. Per favorire l'innovazione finanziaria a livello internazionale si sono delineati piuttosto tre approcci (non mutualmente esclusivi) che prevedono il coinvolgimento con diversi livelli di intensità delle Autorità di vigilanza nello sviluppo e/o nella sperimentazione delle innovazioni: l'“*innovation hub*” che costituisce un luogo di incontro istituzionale con le imprese *FinTech*, nel quale l'autorità competente si mette a disposizione per chiarimenti e indirizzi (ad esempio la compatibilità della tecnologia sviluppata con le norme vigenti), senza un impegno formale o un coinvolgimento diretto del regolatore nello sviluppo della tecnologia; la “*regulatory sandbox*” che permette alle imprese *Fintech* di godere di deroghe normative transitorie, sperimentando su scala ridotta e per un periodo limitato tecnologia e servizi (spesso in cooperazione con il soggetto abilitato alla partecipazione alla *sandbox*); l'“*incubators*” dove l'autorità competente svolge un ruolo maggiormente attivo, partecipando direttamente allo sviluppo e alla sperimentazione dei progetti, anche attraverso forme di *partnership* e di cofinanziamenti⁴⁵.

Le *Authorities* europee in sostanza, in conclusione di un processo esplorativo iniziato nel 2015, pur continuando a monitorare il sistema, hanno ritenuto non necessario allo stato nessun intervento regolatorio supplementare, secondo il principio — sostenuto dagli stessi operatori del mercato — della c.d. neutralità tecnologica⁴⁶.

Anche negli Stati Uniti, la *Sec* (*Securities and Exchange Commission*) ha scelto finora la strada delle “istruzioni per l'uso”, attraverso un *alert* rivolto all'investitore affinché segua delle cautele nel momento in cui

⁴⁵ Così Banca d'Italia, *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva*, cit., 12.

⁴⁶ Cfr. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., 135. L'A. considera però, e non a torto, rischioso l'utilizzo da parte dell'ESAs del criterio della percezione “soggettiva” del consumatore circa la qualificazione del servizio ricevuto in termini di consulenza: così in M.T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in «Riv. trim. dir. econ.», n. 4/2016, supplemento, 256.

decida di utilizzare *robo-advisors*⁴⁷.

Più incisivo in questo quadro solo l'intervento dell'ESMA attraverso cui sta prendendo forma una sorta di “statuto” del *robo-advice*, o meglio una “*robo-advice governance*”, che punta il faro soprattutto sugli algoritmi, di cui si indaga la trasparenza, la comprensione da parte di utenti e Autorità di vigilanza, e il regime di responsabilità, attraverso norme di 3° livello o come si dice di *soft law*⁴⁸.

1. TIRANDO UN PO' LE FILA.

In un quadro come questo, è molto difficile tirare delle conclusioni: è evidente, infatti, come le riflessioni di giuristi e Autorità sul *FinTech* in generale, e sulla gestione di portafogli automatizzata per quanto qui più interessa, sia ancora agli inizi e presenti le caratteristiche di un *work in progress*.

Dal punto di vista qui assunto però sembrerebbe come il rispetto del principio di neutralità tecnologica, che comporta l'applicazione della normativa esistente al medesimo servizio a prescindere dal “mezzo” utilizzato, porti con sé anche la conservazione delle categorie tradizionali del diritto per inquadrare il fenomeno: come del resto è avvenuto — nonostante i tentativi della dottrina di scardinare il sistema⁴⁹ — per i primi scambi di mercato attraverso automatici.

A ben guardare, infatti, non si tratta nemmeno di un fenomeno di disintermediazione, come da molti temuto, ma di una intermediazione diversa, in cui cambia per l'appunto il “mezzo”, ma non il servizio.

⁴⁷ Per un quadro degli interventi che, più o meno sul modello di quello della *Sec* (*Investor Alert: Automated Investment Tools*, consultabile sul sito www.sec.gov), si registrano nel mondo, cfr. PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., 132, nt. 12.

⁴⁸ Sul punto cfr. ancora PARACAMPO, *La consulenza finanziaria automatizzata*, cit., 136 ss.

⁴⁹ Cfr. *supra* § 2.

Né tantomeno nel caso in cui i contratti di gestione di portafogli dovessero essere conclusi tramite *smart contracts* non cambierebbe, a sommosso parere di chi scrive — per le stesse logiche e ragioni viste per il caso dei primi scambi di mercato conclusi mediante i primi c.d. automatici⁵⁰ — , il paradigma del contratto, che è e rimarrebbe a carattere obbligatorio e non reale, anche se eseguito da una macchina.

Per la cronaca, proprio nei giorni in cui si licenziano queste righe, gli *smart contract* sono stati contemplati in un emendamento (più ampiamente dedicato alle tecnologie basate su registri distribuiti come la *blockchain*) presentato in sede parlamentare al cd DDL semplificazioni; emendamento che si sforza anche di definirli: «si definisce “*smart contract*” un programma per elaboratore che opera su tecnologie basate su registri distribuiti e la cui esecuzione vincola automaticamente due o più parti sulla base di effetti predefiniti dalle stesse. Gli *smart contract* soddisfano il requisito della forma scritta previa identificazione informatica delle parti interessate, attraverso un processo avente i requisiti fissati dall’Agenzia per l’Italia Digitale con linee guida da adottarsi entro 90 giorni dall’entrata in vigore della legge di conversione del decreto-legge».

Puntuali sono arrivate le prime perplessità, mettendosi in dubbio «l’opportunità di scrivere norme limitate in grado di cogliere solo un profilo pubblicitario della transazione che avviene attraverso lo *smart contract*. In altre parole, appare rischioso dettare norme destinate ad impattare anche sul diritto dei contratti senza affrontare il tema del collegamento tra *smart contract* e disciplina negoziale con il rischio che la disciplina stessa di un programma informatico quale lo *smart contract* sia del tutto autonoma ed indipendente rispetto ai principi ordinamentali italiani. Questo potrebbe avere riflessi sulla impossibilità di regolare compiutamente dal punto di vista giuridico i problemi interni o esterni all’esecuzione dello *smart contract* che possano emergere (ad esempio *bug* del programma o un inadempimento giustificato da cause esterne), o

⁵⁰ Il rinvio è ancora *supra*, § 2.

peggio di non poter ritrovare nel diritto positivo soluzioni ai profili patologici del contratto»⁵¹.

In proposito, va detto innanzitutto come gli *smart contracts* non sono una novità assoluta né una novità da associare necessariamente alla *blockchain*: sono stati infatti sperimentati già negli Anni '90 e ideati ben prima. L'idea di contratto intelligente risale infatti alla metà degli Anni '70: anche se il termine adottato all'epoca non era quello di *smart contract*, il concetto era sostanzialmente quello che ha portato ai contratti intelligenti. All'epoca l'esigenza era molto semplice e atteneva alla necessità di gestire l'attivazione o disattivazione di una licenza software in funzione di alcune condizioni molto semplici.

A ben guardare poi «uno *smart contract* è la “traduzione” o “trasposizione” in codice di un contratto in modo da verificare in automatico l'avverarsi di determinate condizioni (controllo di dati di base del contratto) e di auto-eseguire in automatico azioni (o dare disposizione affinché si possano eseguire determinate azioni) nel momento in cui le **condizioni determinate tra le parti**⁵² sono raggiunte e verificate. In altre parole lo *smart contract* è basato su un codice che legge sia le **clausole** che sono state **concordate** sia la condizioni operative nelle quali devono verificarsi le **condizioni concordate** e si auto-esegue automaticamente nel momento in cui i dati riferiti alle situazioni reali corrispondono ai dati riferiti alle condizioni e alle **clausole concordate**»⁵³.

⁵¹ F. SARZANA DI S. IPPOLITO, *Blockchain nel Ddl semplificazioni, conseguenze e problemi dell'attuale testo*, reperibile su <https://www.agendadigitale.eu/documenti/blockchain-nel-ddl-semplificazioni-conseguenze-e-problemi-dellattuale-testo/>.

⁵² Il grassetto è di chi scrive.

⁵³ Così M. BELLINI, *Smart contracts: che cosa sono, come funzionano, quali sono gli ambiti applicativi*, reperibile su <https://www.blockchain4innovation.it/mercati/legal/smart-contract/blockchain-smart-contracts-cosa-funzionano-quali-gli-ambiti-applicativi/>.

Si sono utilizzate direttamente le parole di un tecnico, e si è evidenziato col grassetto l'insistenza del medesimo sull'esistenza di condizioni comunque concordate tra le parti, anche nel caso degli *smart contract*, per poter dissentire, perlomeno di primo acchito, su chi già ravvisa negli *smart contract* un elemento dirompente del sistema negoziale, confondendo contenuti, categorie e modelli con quelli che sembrerebbero essere dei semplici mezzi.

In altre parole, sembrerebbe cambiare con gli *smart contract* soprattutto lo strumento, il mezzo tecnologico per l'appunto, con cui si "attiva" (che è ben diverso dal dire "perfeziona") il contratto: lo *smart contract* ha infatti bisogno di un supporto legale per la sua stesura, ma non ne ha bisogno per la sua verifica e per la sua attivazione, ma a monte vi sono sempre delle condizioni concordate tra le parti, quindi l'accordo, nonché il classico inquadramento nel sistema negoziale di diritto positivo.

Del resto, il principio di neutralità tecnologica, per coerenza di sistema, andrebbe applicato anche in questo caso: per non complicare troppo un mercato, come quello finanziario, in cui — parafrasando un lavoro di Guido Rossi⁵⁴ — dalle regole del gioco pare si sia passati al gioco delle regole, col rischio di incrementare la fragilità e l'entropia di un sistema già di per sé pro-ciclico, sottoposto a tempeste (perfette e non), e con un livello intrinseco di complessità già di per sé molto alto.

Quel che è certo quindi è solo che, da ora in poi, per i contratti di gestione di portafogli automatizzati e per il *FinTech* in generale, una solida competenza sul piano giuridico andrà sempre più integrata con altrettanto solide competenze sul piano tecnico e di sviluppo: in grado di valutare insieme se rischi e costi delle novità che la tecnologia sta portando nel mondo finanziario, non superino i benefici.

⁵⁴ Il riferimento è a G. ROSSI, *Il gioco delle regole*, Milano, 2006.

I CONTRATTI DI INVESTIMENTO DOPO IL FINTECH