



SAPIENZA
UNIVERSITÀ DI ROMA

La responsabilità civile nei mercati finanziari. Alla ricerca di un equilibrio

Facoltà di Giurisprudenza

Dipartimento di Scienze Giuridiche

**Dottorato di Ricerca in Autonomia Privata, Impresa, Lavoro e Tutela
dei Diritti nella Prospettiva Europea ed Internazionale – *curriculum* di
“Realtà e Radici del Diritto Privato Europeo” – XXXII Ciclo**

**Rosa Mattera
Matricola 1273921**

A.A. 2018-2019

La responsabilità civile nei mercati finanziari.

Alla ricerca di un equilibrio

Rosa Mattera

Capitolo Primo

Regolamentazione finanziaria e responsabilità civile nel diritto europeo. Certezze e interrogativi

1. Il complesso rapporto tra la regolamentazione finanziaria e il diritto privato..... 1
2. La crisi finanziaria globale..... 8
3. L'influenza della regolamentazione finanziaria europea sul diritto nazionale. Verso una progressiva armonizzazione? 13
4. I caratteri fondamentali dell'intervento europeo in campo finanziario e la disciplina dei rimedi..... 29
 - 4.1. La responsabilità civile nel settore dei pagamenti e del credito..... 39
 - 4.2. La direttiva sul credito al consumo..... 49

Capitolo Secondo

Profili di responsabilità civile per inesattezze sul mercato.

L'ordinamento italiano

1. Una necessaria premessa..... 56
2. La responsabilità civile degli intermediari finanziari..... 74

3. La responsabilità per violazione degli obblighi di informazione.....	82
4. <i>segue</i> . Il silenzio sulla responsabilità civile nelle direttive MiFID I e II....	99
5. <i>segue</i> . La responsabilità conseguente alla violazione delle regole di condotta.....	108
6. La responsabilità dei consulenti finanziari. Le decisioni dell'ACF e la responsabilità solidale dei soggetti abilitati.....	132
7. La responsabilità da prospetto	144
8. L'importanza della fiducia nel panorama delle società fiduciarie.....	158
9. La responsabilità per rating creditizi ingannevoli.....	165

Capitolo Terzo

L'evoluzione della responsabilità civile nella società digitale: il trattamento dei dati in ambito bancario e finanziario

1. Il processo di <i>information technology</i> e le sue implicazioni.....	178
2. <i>Privacy</i> , libertà e dignità.....	180
3. Il trattamento dei dati personali in ambito bancario e finanziario: le posizioni del Garante per la protezione dei dati personali e il Provvedimento in materia di tracciabilità degli accessi ai dati bancari (Provvedimento n. 192/2011)	187
4. <i>segue</i> . Il nuovo Regolamento europeo in materia di protezione dei dati personali (2016/679)	191
5. <i>Data breach</i> e sicurezza informatica.....	208

Capitolo Quarto

L'avvento della robotica

1. L'affermazione dei robot e l'innovazione finanziaria abilitata dalla tecnologia	214
2. La negoziazione degli algoritmi in campo finanziario.....	235
3. Il <i>trading</i> ad alta frequenza e le asimmetrie tecnologiche.....	237
4. <i>Mirror, copy</i> e <i>social trading</i>	246
5. Punti di forza e svantaggi della negoziazione algoritmica. Profili di responsabilità civile.....	252
Bibliografia	274

CAPITOLO PRIMO

REGOLAMENTAZIONE FINANZIARIA E RESPONSABILITÀ CIVILE NEL DIRITTO EUROPEO. CERTEZZE E INTERROGATIVI

1. Il complesso rapporto tra la regolamentazione finanziaria e il diritto privato

L'incremento della regolamentazione in materia finanziaria all'interno dell'Unione Europea e della supervisione posta in essere nell'era post-crisi, in aree tradizionalmente disciplinate da leggi private nazionali, accompagnato dalla mancanza di un approccio coerente relativamente al rapporto tra la regolamentazione finanziaria europea e il diritto privato, sono i punti di partenza da cui prende le mosse la presente riflessione.

Ai sensi del diritto privato nazionale, le parti danneggiate hanno rimedi cui fare ricorso nel caso di violazione dei doveri di regolamentazione imposti a livello europeo? E qual è la relazione sussistente tra gli obblighi imposti nell'ordinamento comunitario e i doveri di diritto privato previsti nell'ambito dei sistemi legali nazionali? È forse auspicabile sviluppare una relazione più coordinata tra la regolamentazione finanziaria e la responsabilità civile? Qual è il rapporto tra la regolamentazione pubblica e la responsabilità civile nel quadro dell'integrazione europea? Quale ruolo è stato rivestito dai legislatori dell'Unione europea e nazionali, dai tribunali, dagli organismi ADR in questo contesto? Quali soggetti tra gli istituti finanziari, i rispettivi dirigenti, le Autorità di vigilanza finanziaria, gli intermediari, possono essere ritenuti responsabili della violazione delle norme regolamentari? Quali rimedi sono a

disposizione dei danneggiati? Quali ostacoli procedurali all'ottenimento del risarcimento sorgono negli ordinamenti giuridici nazionali? È necessario un approccio più coordinato all'interazione tra la regolamentazione finanziaria e la responsabilità civile a livello UE e nazionale relativamente a tutte le possibili attività regolamentate per garantire un'applicazione ottimale delle norme?

Questi alcuni degli interrogativi a cui si tenterà di dare risposta.

La mancanza di qualsivoglia armonizzazione delle norme relative alla responsabilità civile è una caratteristica distintiva della regolamentazione finanziaria dell'Unione europea. In particolare, essa detta discipline specifiche in materia di prodotti finanziari, servizi e capitale, ma non regola il contenuto dei contratti tra operatori nei mercati finanziari, né fornisce rimedi per la violazione dei relativi obblighi. Il diritto europeo impone agli Stati membri di prevedere efficaci sanzioni amministrative in caso di mancato rispetto, da parte delle imprese, delle norme di comportamento imposte dalla normativa dell'Unione, ma non impone di stabilire rimedi contrattuali o diritti d'azione privati per le perdite subite con la relativa violazione.

Partendo da tali osservazioni, il presente lavoro si prefigge l'obiettivo di determinare se e in che misura la regolamentazione finanziaria europea influenzi il diritto nazionale e in che modo tale influenza si rifletta nei diritti e rimedi contrattuali dei partecipanti al mercato.

Sebbene un efficace sistema risarcitorio risulti fondamentale per la capacità della regolamentazione finanziaria dell'UE di raggiungere i suoi obiettivi politici, finora la questione della responsabilità civile in vari settori dei servizi e delle attività finanziarie non è stata affrontata in modo coerente né a livello europeo né a livello nazionale. Sebbene alcune misure UE incentrate sulla tutela dei consumatori/investitori, come la direttiva sui servizi di pagamento o la direttiva sulle agenzie di rating del credito, contengono alcune norme sulla responsabilità civile, altre, come la direttiva sui mercati degli strumenti

finanziari (MiFID) o la successiva MiFID II, non vi fanno cenno. Traducendo gli obblighi di diligenza e lealtà di molte imprese di investimento di diritto privato nei confronti dei loro clienti in norme di vigilanza finanziaria¹, la MiFID e la MiFID II lasciano agli Stati membri solamente l'obbligo di garantirne l'applicazione amministrativa. Le disposizioni in materia di responsabilità civile risultano, addirittura, del tutto assenti nelle misure di regolamentazione prudenziale dell'Unione, come la direttiva sui requisiti patrimoniali IV (*Capital Requirements Directive IV*)² o la direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (*Bank Recovery and Resolution Directive*)³, originate da un insopprimibile bisogno di stabilità finanziaria e adottate al fine di creare l'Unione bancaria. Ne deriva che la capacità delle parti lese di ottenere riparazione per violazione delle norme regolamentari europee dipende ancora in larga misura dal diritto privato nazionale.

Il ruolo della responsabilità civile quale strumento di compensazione e tutela dei diversi interessi in gioco nell'intero quadro della regolamentazione finanziaria dell'UE e dei singoli Stati membri non risulta essere stato analizzato in modo esaustivo nelle varie opere scientifiche, ed è questo che si tenterà di fare nel presente lavoro. Con esso ci si propone di esplorare l'interazione tra la

¹ Gressler Ann-Chantal, *Financial crisis and general contract law*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 117 ss.: le modifiche della vigilanza hanno effetti sul diritto contrattuale generale degli Stati membri. Al riguardo, vedi anche Grundmann Stefan – Atamer Yesim M., *European contract law and banking contracts after the financial crisis. Challenges for contracting and market transaction*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law* a cura di Grundmann/Atamer, 2011, p. 3 ss.

² Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 giugno 2013 sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

³ Direttiva 2014/59/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio Testo rilevante ai fini del SEE.

regolamentazione finanziaria e la responsabilità civile nel sistema di *governance* multilivello dell'Unione europea in diversi settori armonizzati dalla stessa.

Al riguardo, anzitutto si evidenzia che, sebbene le modalità con cui la regolamentazione privata ha contribuito all'integrazione giuridica europea siano molteplici e tra loro differenti, è chiaro che essa ha svolto e continuerà a svolgere un ruolo significativo.

Spesso una regolamentazione privata armonizzata a livello europeo ha anticipato la legislazione europea, ad esempio nei settori delle pratiche commerciali sleali, di Internet, dei mercati finanziari. In altri casi, si sono verificate forme di riconoscimento reciproco delle regolamentazioni private.

Negli ultimi decenni, la regolamentazione pubblica si è occupata sempre più spesso di questioni che un tempo erano di diritto privato generale, come la validità delle clausole contrattuali standard, la responsabilità per i prodotti difettosi o i doveri di attenzione e fedeltà dell'impresa finanziaria nei confronti del cliente. Questa tendenza si è manifestata non solo nei sistemi giuridici nazionali ma anche a livello europeo.

In realtà, nel suo approccio alla regolamentazione del mercato interno, l'UE non ha mai accettato la tradizionale distinzione tra regolamentazione pubblica – finalizzata al perseguimento di determinati obiettivi pubblici – e diritto privato – concernente principalmente la giustizia tra privati –. Il diritto europeo, difatti, è rimasto spesso necessariamente neutrale o silenzioso. Ne è prova il fatto che vari strumenti legislativi europei di solito non distinguono tra diritto pubblico e privato. Ciò deriva dalla constatazione che siffatta distinzione potrebbe variare da uno Stato membro all'altro. Inoltre, la differenza tra diritto pubblico e diritto privato acquista una particolare rilevanza con riguardo alla sanzione da comminare in caso di violazioni di norme sostanziali, le quali costituiscono una prerogativa tradizionale degli Stati membri. Pertanto, il diritto europeo lascia spesso la scelta relativa alla sanzione - e quindi la questione se tale sanzione

debba essere organizzata secondo il diritto privato o pubblico - alla discrezione dei singoli ordinamenti nazionali.

Il legislatore europeo spesso ha qualificato il diritto privato come uno strumento indispensabile per il raggiungimento degli obiettivi collettivi dell'integrazione europea e ha più volte ribadito la necessità di concettualizzare la relazione tra regolamentazione pubblica e diritto privato nel contesto dell'interazione tra molteplici attori e livelli di norme da essi prodotti nell'ambito di un ordinamento giuridico a più livelli, quale quello europeo.

Sulla base degli esempi tratti dai settori dei servizi di investimento, del credito al consumo, del rating creditizio e dei servizi di pagamento, il presente lavoro tenterà di tratteggiare i diversi modelli del rapporto tra la regolamentazione pubblica e il diritto privato, prestando particolare attenzione al diritto della responsabilità civile. In tale contesto, terrà conto della complessità della legislazione comunitaria pertinente, dei punti di forza e dei punti deboli della regolamentazione pubblica e della funzione rivestita dal diritto privato nel perseguimento degli obiettivi pubblici e degli interessi privati, nonché del ruolo ascrivibile all'autoregolamentazione. Questa analisi offrirà anche alcuni spunti per una più ampia descrizione di come potrebbe procedere l'integrazione europea nei settori regolamentati, da sempre ostacolata anzitutto dalle differenze tra gli ordinamenti giuridici e dalle diverse culture degli Stati membri⁴. Le barriere culturali presenti all'interno dei singoli ordinamenti rappresentano ancora oggi un fattore di forte rallentamento del processo di

⁴ Si potrebbe iniziare con la fondamentale distinzione tra paesi di diritto comune e paesi di diritto civile. Sulla base del diritto romano, la codificazione è iniziata in Europa nella seconda metà del XVIII secolo, ma si è realmente ampliata nell'Ottocento. Tuttavia, alcuni paesi europei anglosassoni hanno perseguito una via giuridica diversa, mentre altri sono stati meno influenzati dal diritto romano: Avgerinos Yannis V., *Problems with home Country control and investment services*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 85 ss.

integrazione dei mercati⁵. A tal proposito, si tenterà di mettere in rilievo l'esigenza che le stesse siano superate, tenendo conto, in particolare, dei grandi cambiamenti prodotti dall'evoluzione tecnologica e digitale nel mercato comune.

Sebbene la regolamentazione dei servizi finanziari a livello europeo possa aver semplificato il lavoro delle autorità nazionali di regolamentazione, al contempo ha certamente aumentato la complessità del diritto comunitario e delle disposizioni in materia di vigilanza tra gli Stati membri. La regolamentazione mediante direttive presuppone un processo complesso e dispendioso in termini di tempo, che può causare divergenze tra le legislazioni nazionali. Nonostante il miglioramento del ruolo di coordinamento della Commissione europea, in molti casi essa non è in grado di controllare l'attuazione e l'applicazione delle misure comunitarie.

Negli ultimi anni la Commissione europea ha compiuto notevoli sforzi per progredire verso un mercato finanziario europeo integrato, aperto e più competitivo ed efficiente⁶.

Il settore dei servizi finanziari viene riconosciuto dalla Commissione come uno dei settori pionieristici e di punta per rafforzare la futura crescita e

⁵ In primo luogo, ci si riferisce alle barriere che possono essere affrontati dalle politiche pubbliche, come i diversi approcci al governo societario, alla consultazione dei mercati e, cosa ancora più importante, all'attuazione pratica delle direttive UE sul riconoscimento reciproco dei prospetti e delle quotazioni. In relazione a quest'ultimo aspetto, anche la discrezionalità degli Stati membri nell'attuazione del diritto comunitario costituisce una parte del problema. In secondo luogo, si fa riferimento ad altre che – si spera – convergeranno con l'integrazione dei mercati, come le diverse culture imprenditoriali, che in molti casi stanno rallentando l'offerta di nuove società a forte crescita per i mercati azionari: Avgerinos Yannis V., *Problems with home Country control and investment services*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 85 ss.

⁶ Tra l'altro, la Commissione ha da tempo ritenuto che il miglioramento delle strutture di regolamentazione e di vigilanza dell'UE costituisca un punto di intervento: Bartels Boris - Ernoult Julien – Hafner Sandra - Metin Inci., *European Banking and Financial Services Law*, Fourth Edition, Brussels: Larcier, 2010, p. 58.

l'occupazione in Europa⁷. È stata fortemente avvertita al riguardo una insormontabile esigenza di integrazione.

Dal suo canto, il Parlamento europeo ha trattato la questione dell'integrazione dei mercati finanziari in due relazioni. Il 4 luglio 2006 è stata adottata una risoluzione sulla necessità di un «ulteriore consolidamento nel settore dei servizi finanziari». L'11 settembre 2007 ha inoltre adottato una risoluzione sul Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari (2005-2010).

Ancora oggi, tutti i caratteri propri di una regolamentazione *in progress* risultano caratterizzare l'ordinamento finanziario, il quale pertanto non si presta in alcun modo alla organicità e compiutezza dei ragionamenti praticabili relativamente ai diversi ordinamenti nazionali. Risulta dunque impensabile,

⁷ Il Piano d'azione per i servizi finanziari (PASF), varato nel 1999, è stato pertanto una delle massime priorità. Nel complesso, esso comprendeva 42 misure legislative e non legislative nel settore dei servizi finanziari. Sono stati conclusi accordi politici e legislativi, ad esempio in materia di contabilità, revisione contabile, integrità, governo societario, prospetti, trasparenza, fondi di investimento, marketing, intermediazione, requisiti patrimoniali, pensioni e riassicurazione. Nell'ambito del *leitmotiv* "consolidamento dinamico", il Libro bianco sulla politica dei servizi finanziari (2005-2010) ha proseguito il dibattito sul futuro della legislazione europea per il settore dei servizi finanziari dopo il completamento del PASF. Il documento delinea i valori di riferimento della politica relativa ai servizi finanziari per i prossimi anni. Un'attenzione particolare è stata rivolta al recepimento e all'applicazione della normativa stabilita nel quadro del PASF. Inoltre, la Commissione ha annunciato di effettuare "controlli di coerenza" del recepimento e dell'applicazione delle norme comunitarie a livello nazionale. Per quanto riguarda i servizi finanziari al dettaglio, le opinioni dei consumatori devono essere tenute maggiormente in considerazione da una più stretta cooperazione con le organizzazioni dei consumatori in Europa. La Commissione si è impegnata a prendere un'iniziativa nel settore dei conti bancari. Nel 2009 l'industria ha concordato con la Commissione principi comuni sul cambio di conto bancario. Per quanto riguarda le questioni di concorrenza, la Commissione ha avviato indagini settoriali per valutare l'esistenza di ostacoli che impediscono la prestazione transfrontaliera di servizi finanziari per i consumatori al dettaglio. Di conseguenza, essa dovrebbe promuovere la concorrenza nel settore bancario e sostenere il completamento del mercato interno. Una relazione è stata pubblicata nel gennaio 2007. La Commissione ha annunciato che darà seguito, caso per caso, a qualsiasi problema di concorrenza. Per quanto riguarda la nuova legislazione in generale, la Commissione ha definito i principi che intende seguire nell'approccio "legiferare meglio". Tale approccio comporta, ad esempio, valutazioni d'impatto *ex ante* delle misure da adottare, una consultazione continua dei partecipanti al mercato, nonché, eventualmente, una valutazione *ex post* delle misure esistenti e persino l'abrogazione della legislazione che si rivela superflua. Si veda al riguardo: Bartels Boris - Ernoult Julien - Hafner Sandra - Metin Inci., *European Banking and Financial Services Law*, Fourth Edition, Brussels: Larcier, 2010, p. 347 ss.

con riguardo ad esso, qualsivoglia tentativo volto ad addivenire a una esaustiva e coerente ricognizione sistematica. Così, neppure è ipotizzabile la redazione di un catalogo di tutti i materiali normativi che possa considerarsi completo e certo, potendosi invece solo segnalare le regole portanti del sistema, idonee ad orientare l'analisi nella giusta direzione. Non potrà che porsi in essere, nel prosieguo del lavoro, una prospettiva di analisi che guardi al passato – perché soltanto attraverso la ricostruzione della memoria e la discussione dei suoi elementi costitutivi che si possono realmente comprendere il significato e la dinamicità del progressivo avanzare di un evoluto ordinamento di materia – ma che pensi al futuro.

2. La crisi finanziaria globale

Nel corso del 2008 l'economia mondiale ha vissuto una crisi finanziaria sistemica⁸: il 18 settembre il sistema finanziario internazionale ha subito un forte crollo e i mercati globali del credito hanno sostanzialmente cessato di funzionare per le quattro settimane successive⁹. È stata immediatamente evidenziata l'inadeguatezza del diritto pubblico, che non è stato in grado di

⁸ Tra le numerose e profonde conseguenze dei tumultuosi eventi del 2008 e del 2009, non da ultimo la corrosiva perdita di fiducia nel sistema di regolamentazione che avrebbe protetto il sistema finanziario mondiale dal rischio di improvviso panico e collasso. Come il disastro di Fukushima del 2011, i controlli in atto hanno subito ripetuti e molteplici fallimenti di fronte a uno shock inaspettato. E come nel caso di Fukushima, il sistema si è avvicinato pericolosamente a un crollo catastrofico. Gli effetti successivi di entrambi i disastri persistono mentre questo libro è scritto: nel caso di Fukushima, un problema decennale di risanamento e riabilitazione; nel caso della crisi finanziaria globale, un periodo di recessione, angoscia nei mercati del debito sovrano e instabilità politica: Miller Geoffrey P., Cafaggi Fabrizio, *The Governance and Regulation of International Finance*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham UK, 2013.

⁹ Mentre l'impatto economico finale della crisi finanziaria globale è ancora sconosciuto, dopo una serie di eventi drammatici, tra cui il fallimento di importanti istituzioni finanziarie e importanti interventi governativi nel sistema finanziario mondiale, è ora improbabile che il sistema finanziario globale o qualsiasi altro sistema finanziario nazionale di rilievo crolli, causando l'inizio di una depressione economica del tipo inedito dagli anni '30 del secolo scorso: Arner Douglas W. - Norton Joseph J., *International responses to the global financial crisis*, in *Financial crisis management and bank resolution* a cura di Raymond Labrosse John, Olivares Caminal Rodrigo, Singh Dalvinder, Informa, Londra, 2009, p. 11 ss.

evitarla, in quanto i suoi strumenti non hanno funzionato correttamente o, peggio, sono stati mal progettati o applicati. Tuttavia, non si è riusciti subito a definirne i motivi e a determinarne la portata e gli effetti. Questa mancata comprensione ha reso economisti e studiosi del diritto sempre più curiosi e ambiziosi¹⁰. Gran parte delle attività di studio e ricerca così poste in essere non ha però ancora integralmente superato il mero livello della discussione e della politica. Intanto, è però emerso che la crisi non è dovuta solo al fallimento del diritto pubblico, ma deve essere attribuita anche al diritto privato. Al riguardo, è stato rilevato che essa non può ridursi a un semplice fallimento della percezione e della gestione del rischio di cui sono responsabili attori individuali e collettivi all'interno e all'esterno delle organizzazioni finanziarie, sebbene la questione della responsabilità individuale sia di importanza cruciale. La crisi del 2008 dovrebbe piuttosto essere intesa come sintomo di trasformazioni strutturali molto più profonde. Basti considerare che la società contemporanea è caratterizzata da massicce accelerazioni dei processi sociali, nonché da espansioni radicali del livello di globalizzazione. Queste trasformazioni, prima del 2008, sono per lo più state di natura asimmetrica. È evidente, dunque, che la capacità futura dei sistemi giuridici e politici di influenzare i processi di riproduzione economica, risulta condizionata da trasformazioni altrettanto radicali delle rispettive forme operative e della loro autocomprensione. Ma le dinamiche che hanno condotto alla crisi devono essere identificate come costituite dall'evoluzione cieca e autodistruttiva del sistema economico o devono invece individuarsi nell'incapacità dei sistemi giuridici e politici – incapacità che potrebbe essere stata aggravata da crescenti asimmetrie che

¹⁰ Diverse le domande che sono state poste circa i collegamenti tra il diritto privato e la crisi vissuta dal mondo dal 2007: le istituzioni, i meccanismi o gli strumenti di diritto privato nella loro attuale concezione hanno contribuito alla crisi? In caso affermativo, perché queste istituzioni, meccanismi e/o strumenti non l'hanno fatto? C'è la necessità di istituzioni, meccanismi e/o strumenti nuovi o modificati per migliorare l'impatto del diritto privato su eventi che possono portare a una nuova crisi economica e finanziaria?: Cornelis Ludo, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Intersentia, 2015.

hanno portato a un insostenibile distacco dei mercati globali dal più ampio contesto sociale – di guidare e regolare gli sviluppi della società?

Comune è la presunzione che le cause della crisi non possano essere interpretate come il riflesso di comportamenti scorretti a livello individuale e organizzativo, o come conseguenza di uno spostamento di potere tra Stati organizzati territorialmente. La crisi riflette invece cambiamenti molto più intimi delle strutture di base della società, in quanto essa può essere intesa come un effetto collaterale di una maggiore differenziazione funzionale – di natura asimmetrica, in quanto il sistema economico si è spinto "oltre" rispetto ad altri sistemi funzionali – all'interno dei singoli ordinamenti nazionali.

Ne è derivato che la crisi finanziaria globale, sorta negli Stati Uniti e propagatasi velocemente con carattere sistemico in altre aree del mondo¹¹, ha anzitutto reso manifeste «tutte le debolezze e i rischi di un assetto costituzionale e istituzionale di un'Europa che ha ancora una visione nazionale a fronte di dinamiche che hanno assunto dimensione e portata globali»¹². La crisi ha difatti evidenziato gravi debolezze nel quadro normativo dei mercati finanziari mondiali. Tra di esse si annovera la mancanza di regolamenti e disposizioni comuni a livello mondiale idonee a garantire parità di condizioni di concorrenza per i mercati e le istituzioni finanziarie.

¹¹ L'attuale bufera finanziaria – ad avviso di un prevalente orientamento degli studiosi che ne hanno esaminato le origini e gli sviluppi – è stata determinata dalla concessione di mutui *sub-prime* e da un uso smoderato di derivati (praticati principalmente negli Stati Uniti) i cui effetti critici sono stati poi traslati in paesi diversi da quelli di origine di detti strumenti finanziari. La globalizzazione (che, come si è detto, ha eliminato ogni «frontiera» tra gli Stati che intrattengono rapporti economici) e la struttura dei sistemi finanziari hanno consentito, infatti, un perverso effetto domino che ne ha favorito la propagazione a livello planetario. Ciò ha avuto come conseguenza l'inquinamento dei bilanci delle banche e dei portafogli dei risparmiatori-investitori, divenuti ricettacolo di un ingente (ed incontrollato) quantitativo di titoli tossici che hanno invaso i mercati grazie alla carenza di adeguati presidi regolamentari: Alpa Guido, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale in Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 87.

¹² Boccuzzi Giuseppe, *L'Unione Bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, 2015.

Le cause della crisi creditizia globale sono oggi ormai generalmente comprese: è diffuso il convincimento che l'origine degli squilibri intervenuti nei mercati derivi da una molteplicità di fattori che hanno introdotto elementi di incertezza nei sistemi finanziari, alterando il corso degli eventi, in ragione dell'imperfezione dei meccanismi operativi¹³. Da un punto di vista giuridico, la fondamentale causa è stata rinvenuta nell'inefficienza dei meccanismi di vigilanza sugli intermediari finanziari e, dunque, nell'incapacità di ostacolare e di trattenere forme operative anomale, fatalmente degenerate in tristi eventi di crisi¹⁴. Ne è derivato un forte bisogno di modifica delle regole del gioco. Le turbolenze prodotte dalla crisi finanziaria europea hanno difatti reso evidente la necessità di nuove e più radicali modifiche normative, necessarie anche per l'individuazione di forme di integrazione e centralizzazione della vigilanza europea più pregnanti¹⁵.

La risposta a questa sfida è arrivata prontamente ed è stato dato il via a significative iniziative di riforma della regolamentazione in campo finanziario in molte aree del mondo, con un enorme impatto sul futuro della finanza

¹³ Sul punto: Soros George, *The new paradigm for Financial Markets: the credit crisis of 2008 and what it means*, Public Affairs, New York, 2008; Tremonti Giulio, *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Milano, 2008, che identifica i principali fattori causativi della crisi nella globalizzazione, nell'aggressività dell'Asia e nel mercantilismo che assume dimensione crescente e che tende ad affermare il primato dell'economia sulla politica.

¹⁴ Capriglione Francesco, *Un secolo di regolazione*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo I, 2010, p. 178.

¹⁵ Non è questo, è bene precisarlo, un terreno del tutto nuovo: quando fu fondata la Banca Centrale Europea vi era la piena consapevolezza che fosse necessario «per evitare incoerenze e contrasti che nuocerebbero alla stabilità stessa che la vigilanza persegue», «un indirizzo unitario che può essere assicurato solo da una sede centrale capace di impartire direttive e di risolvere autorevolmente i casi di dubbio e di conflitti». Difatti, le prime proposte in materia si sono mosse proprio nella prospettiva di assegnare alla BCE penetranti competenze di coordinamento della vigilanza comunitaria con la riconduzione dei controlli prudenziali all'interno dei compiti fondamentali del SEBC. Successivamente, questa ipotesi fu abbandonata nel timore di un eccessivo restringimento dei poteri degli stati membri e il Testo finale del Trattato si limita a prevedere in capo alla BCE il solo potere di contribuire alla buona conduzione delle politiche di vigilanza, che rimangono rigorosamente ancorate alla sede nazionale. A sua volta, in base all'art. 25 del suo Statuto, la BCE fornisce pareri sulla legislazione comunitaria in materia di vigilanza: Vella Francesco, *Realtà e prospettive del mercato unico dei servizi finanziari dopo la crisi*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 19 ss.

globale. Tali iniziative sono state in particolare finalizzate alla realizzazione di una situazione di equilibrio e stabilità all'interno del mercato, attraverso l'analisi delle relative componenti operative.

È noto che l'Europa, nel corso del tempo, ha visto una politica fallimentare, in quanto il metodo funzionalista portato avanti da Monnet non ha funzionato, con la continua prevalenza di meccanismi impeditivi della coesione e dello sviluppo di adeguate forme di solidarietà. Tuttavia, a fronte di questa limitazione dello sviluppo politico, si è affermata, come contraltare, una tecnica in grado di tenere in piedi la struttura dell'intera Europa. Essa ha cercato, in un primo momento, di realizzare attraverso la moneta unica una formula ottimale per poter recuperare un'integrazione adeguata e, successivamente, mediante l'Unione bancaria europea, ha tentato di unificare la vigilanza affidandola alla BCE¹⁶. Nel novembre 2014, proprio la Banca centrale europea, prima di procedere all'applicazione di nuove regole, ha voluto sottoporre gli istituti di credito a dei test di verifica, per cercare di individuare l'eventuale reazione delle stesse in possibili condizioni di crisi. Proprio in tale momento i nodi sono venuti al pettine e l'Italia è stata fra i Paesi più duramente colpiti¹⁷.

Oggi non possiamo che preoccuparci, confidando che nel nostro Paese sopravvivano, quanto più a lungo possibile, delicati equilibri di natura politica, e che, sia pure in ritardo, si realizzino le condizioni per il rispetto delle regole di

¹⁶ La BCE è la banca centrale europea con il ruolo di gestione dell'euro, mantenimento della stabilità dei prezzi e guida della politica economica e monetaria dell'UE. Basta leggerne lo statuto, insieme alla normativa europea che ad essa affida ben precise funzioni, per accorgersi che non si ha riguardo a una vera e propria banca centrale, non essendo essa munita del potere tipico delle banche centrali di fare credito di ultima istanza.

¹⁷ Dopo 12 mesi di analisi, la BCE ha divulgato i risultati degli stress test compiuti su 130 banche europee. Dei 25 istituti di credito che non hanno passato il test alla fine del 2013, 9 sono risultati italiani (Mps, Carige, Bpm, la Popolare di Vicenza, Veneto Banca, Banco Popolare, Credito Valtellinese, Popolare di Sondrio, Popolare dell'Emilia-Romagna). Sorprende al riguardo come, in quel momento, il direttorio della Banca d'Italia abbia rilasciato numerose dichiarazioni in cui ha tentato di sminuire la valenza di questi stress-test e ha suggerito l'avvio - un po' tardivo forse - di quei processi di capitalizzazione che ancora oggi non sono stati realizzati.

Basilea¹⁸ e per evitare che le nostre banche si vedano costrette a vendere parte dei loro crediti. Ma ciò richiede che il nostro Paese recuperi la propria forza politica, indispensabile per riuscire a far sentire la propria voce in Europa.

3. L'influenza della regolamentazione finanziaria europea sul diritto nazionale. Verso una progressiva armonizzazione?

L'era post-crisi ha visto aumentare la regolamentazione e la vigilanza pubblica dell'Unione¹⁹ in molteplici settori dei servizi e delle attività finanziarie tradizionalmente disciplinati dal diritto privato nazionale. Sono state introdotte o rafforzate le norme in materia di transazioni regolamentari volte a proteggere i consumatori e gli investitori nei settori dei pagamenti, dei mutui ipotecari, degli investimenti e delle assicurazioni. Sono state istituite Autorità di Vigilanza europea dotate di ampi poteri di controllo e di intervento in questi settori. Inoltre, le due istituzioni centrali – Unione bancaria e Unione dei mercati dei capitali – sono state volte a catalizzare l'integrazione finanziaria nell'Unione europea, rendendo il settore finanziario più sicuro e più efficace.

Per lungo tempo, nell'Unione la regolamentazione finanziaria è stata intesa come un corpo normativo autosufficiente, munito di capacità di guida del comportamento delle parti senza dover fare affidamento sul tradizionale diritto

¹⁸ Gli Accordi di Basilea costituiscono delle linee guida in materia di requisiti patrimoniali degli istituti di credito, predisposte dal Comitato di Basilea – costituito dagli enti regolatori del G10 insieme al Lussemburgo – con il fine di predisporre le condizioni idonee a garantire la stabilità finanziaria e monetaria.

¹⁹ Il sistema europeo si basa su una distinzione concettualmente chiara tra regolamentazione e vigilanza. Il termine "regolamentazione" è utilizzato con una pluralità di accezioni differenti, essendo possibile fare riferimento, nel contesto attuale, alla regolamentazione, alla definizione di linee guida, agli interventi normativi volti a garantire lo stesso contesto normativo. La vigilanza, invece, ha un significato ben definito, riferendosi la stessa all'azione quotidiana posta in essere dalle autorità di vigilanza – che spesso sono anche autorità di regolamentazione – e finalizzata al controllo della corretta applicazione da parte delle imprese finanziarie delle regole loro imposte e del conseguimento concreto di obiettivi specifici definiti astrattamente, ad esempio in materia di equità, adeguatezza, solvibilità o liquidità.

dei contratti. Tuttavia, la crisi finanziaria globale ha manifestato l'esigenza di riconsiderare l'importanza, anche in campo finanziario, dei rimedi fondati sul diritto generale contrattuale, per supportare e integrare gli strumenti di regolamentazione finanziaria e fornire un adeguato livello di protezione degli investitori. Al riguardo, particolare attenzione si è prestata ai doveri di informazione.

La crisi ha dunque messo letteralmente alla prova – e continua a farlo – lo stress dell'Unione. Ha messo difatti a nudo diverse questioni fondamentali inerenti al sistema giuridico europeo, le quali attendono di essere seriamente affrontate da diversi anni²⁰.

La crisi economica e finanziaria ha scatenato una vera e propria crisi esistenziale per l'intera Europa. Da qui, l'interesse a riflettere sull'impatto sociale e sulla dimensione umana della crisi in alcune delle politiche e dei settori del diritto dell'Unione europea più strettamente connessi ai singoli individui, sicuramente tra i più colpiti, con l'obiettivo di identificare e analizzare le nuove questioni giuridiche che la crisi ha portato alla luce.

Il clima che ne è emerso ha condotto a una rinnovata erosione della dimensione umana e sociale dell'Unione europea, immagine della debolezza dello stesso processo di integrazione. Già prima della crisi – e nonostante i progressi compiuti nella tutela dei diritti fondamentali nell'Unione –, erano state individuate alcune vulnerabilità, rispetto alle quali è stato necessario

²⁰ La regolamentazione e la vigilanza dei mercati finanziari in modo efficiente ed efficace non è mai stata più complessa che nell'era successiva alla crisi del 2007/2008. Ciò vale in particolare per l'approccio adottato dall'Unione europea e dai suoi Stati membri. La Commissione europea ha proposto più di quaranta misure legislative e di altro tipo nell'ambito delle riforme finanziarie a partire dalla crisi del 2007/2008. I critici dubitano sempre più spesso che gli operatori del mercato, le autorità di regolamentazione e di vigilanza abbiano tratto insegnamenti sostenibili dai recenti scenari di crisi. Ad esempio, alcuni elementi dell'unione dei mercati dei capitali, attualmente all'ordine del giorno del legislatore europeo, cercano di rilanciare il mercato delle cartolarizzazioni senza riconoscere pienamente i rischi per la stabilità finanziaria che esso comporta: Andenas Mas - Deipenbrock Gudula, *More Risks than Achievements?*, in *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements* a cura di Mads Andenas · Gudula Deipenbrock, 2016, p. 1 ss.

intervenire per poterle ridurre. La crisi ha paralizzato i risultati così raggiunti e ha rafforzato i punti di maggiore vulnerabilità relativamente a questioni di primaria importanza quali il mantenimento, da parte degli Stati membri, della maggior parte delle competenze in materia sociale e la stabilizzazione delle condizioni necessarie per l'effettivo esercizio della libera circolazione dei cittadini, con mantenimento dei rispettivi standard.

A causa degli effetti della crisi, il modello sociale europeo è stato dunque fortemente colpito. Oggi si sta tentando di costruire un modello innovativo che possa sostituirlo.

Il calo del livello di tutela dei diritti sociali contenuti nella Carta di Nizza, dinanzi alla Corte di giustizia dell'Unione europea, in particolare nelle cause concernenti le misure nazionali adottate in seguito all'attuazione dei piani di salvataggio e di austerità promossi dall'Unione, risulta indicativo di questi cambiamenti e, soprattutto, dell'erosione della giustizia sociale²¹. Vi è dunque stato un rafforzamento della dimensione economica e finanziaria dell'Unione europea a discapito della dimensione sociale e persino politica, rispetto alla quale però – per fortuna – riesce ancora a fare da pesante contrappeso la grande forza dell'*acquis* e dell'apparato istituzionale, i quali rendono improbabile qualsiasi cambiamento radicale. Ciò nonostante, perdura l'esigenza di una tempestiva attività di correzione con riguardo agli impercettibili cambiamenti

²¹ Inoltre, il risveglio della solidarietà collettiva, sia a livello di Unione che di Stati membri, si riflette nell'introduzione di quella che potrebbe essere considerata una dimensione "inattesa" della politica di immigrazione, basata sulla restrizione della libera circolazione dei cittadini dell'Unione europea non economicamente autosufficienti o con un livello di qualifica professionale inferiore. Tale restrizione opera principalmente limitando l'accesso alle prestazioni sociali nello Stato ospitante. A sua volta, ciò ha dato luogo alla creazione "de facto" di una nuova politica migratoria basata sull'attrazione da parte degli Stati membri dei talenti provenienti da paesi terzi e dei cittadini dell'Unione europea di altri Stati membri. Nel frattempo, non si registrano chiari progressi nell'integrazione dei cittadini di paesi terzi, la cui responsabilità è lasciata in primo luogo agli Stati membri, con risultati contrastanti: Lirola Isabel, *Reflections on the social and human dimension of economic and financial crisis in the European Union in Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 255 ss.

che lentamente stanno erodendo il sistema. Occorre che ciò venga considerato quale obiettivo primario – oltre che una sfida – per l'intero progetto europeo, con abbandono di una prospettiva meramente finanziaria della crisi²². È a tal fine indispensabile che il ruolo rivestito dal diritto europeo venga discusso in maniera più approfondita, affinché lo stesso possa essere utilizzato come strumento integrativo. A nulla porta, difatti, una mera analisi dei sistemi normativi attuati per riuscire a prevenire crisi future, essendo indispensabile comprendere come poter sfruttare nel miglior modo possibile il diritto dell'Unione europea, per lungo tempo considerato come soffocante e costrittivo. Non deve più permettersi che venga avvertito quale mero guardiano degli interessi del settore bancario e dei mercati dei capitali, soffocante e costrittivo. Si deve dunque evitare a tutti i costi che il diritto dell'Unione europea, dopo la crisi finanziaria, possa tradursi in una legislazione europea in crisi. Sicuramente, perseguire tale obiettivo non è affatto semplice. Chiunque guardi alla regolamentazione finanziaria oggi non può che essere colpito dalla complessità della materia, che rappresenta indubbiamente un fattore di rischio²³. Oltre all'attività legislativa e alla giurisprudenza dei tribunali, la

²² Wiese Volker, *Testing the stress of the EU: Financial crisis or EU Law in Crisis?*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 333, al riguardo rileva che la crisi finanziaria ha portato a una notevole frustrazione e diffidenza su quasi tutti i livelli rilevanti della società: cosa si potrebbe intendere per "solidarietà europea", in particolare per quanto riguarda le finanze, oggi sembra profondamente sconcertante; prendiamo come esempio lampante il negoziato sul credito con la Grecia. I partiti politici che sostengono l'uscita dall'Unione Europea o dall'Eurozona, rispettivamente, stanno guadagnando sempre di più del voto popolare. I problemi di stretta creditizia non sembrano essere stati superati, anche se il mercato finanziario è attualmente inondato da denaro a buon mercato. E il grande pubblico sembra sempre più restio a fungere da copertura assicurativa per gli operatori finanziari "troppo grandi per fallire". Ad avviso dell'Autore, ciò va di pari passo con un crescente sospetto su quali benefici individuali possano derivare dal sistema europeo e dal diritto comunitario in generale.

²³ Lehmann Matthias, *Is EU Financial law overly complex?*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 65 ss.: «la caratteristica più eclatante della regolamentazione finanziaria dopo la crisi finanziaria è la sua complessità. Gli avvocati raramente si lamentano in pubblico della complessità. Il loro compito è considerato quello di farvi fronte. Inoltre, non voglio semplicemente lamentarmi delle sfide comuni a tutti coloro che lavorano con i mucchi di nuova legislazione proveniente da Bruxelles.

maggior parte dei sistemi di regolamentazione finanziaria si basa sull'esistenza di molteplici autorità, ciascuna competente in riferimento a uno specifico settore. Tradizionalmente, vi sono anzitutto le autorità di regolamentazione bancaria, assicurativa e mobiliare. Ma può accadere che si verifichino sovrapposizioni o che taluni settori non siano coperti da regolamentazione alcuna. Si deve inoltre tener conto di differenti prototipi di regolamentazione derivanti da altri organismi quali gli organismi di tutela dei consumatori, le unità antiriciclaggio e, più recentemente, gli organismi di rischio sistemico. Ciascuno di essi esercita un'influenza significativa sul panorama normativo, non solo mediante l'emanazione di regolamenti, ma anche attraverso dichiarazioni non vincolanti che invitano al rispetto di determinati standard comportamentali da parte delle imprese finanziarie.

Siffatta complessità è il portato dello scenario emerso dopo la crisi finanziaria del 2008 e del relativo tsunami normativo che ha investito l'Europa. Nuove tematiche, quali le vendite allo scoperto, la responsabilità dei gestori di fondi di

Il punto che voglio sottolineare è che la complessità è problematica perché mette a rischio la stabilità dei mercati finanziari». L'Autore prosegue ricordando il noto adagio secondo cui la crisi finanziaria è stata creata da "strumenti troppo complessi che nessuno ha realmente compreso". E non solo gli strumenti finanziari complessi possono innescare una crisi, ma anche la complessa regolamentazione finanziaria potrebbe avere lo stesso effetto. Come? In primo luogo, l'ondata di regolamentazione favorisce la grande finanza. Solo le istituzioni più grandi hanno la capacità e i mezzi finanziari per analizzare il quadro giuridico e rispettarlo. Hanno assunto eserciti di avvocati per analizzare ogni minimo dettaglio del nuovo regime. Le piccole banche, le società di investimento e le compagnie di assicurazione lottano perché non possono permettersi di assumere lo stesso numero di persone. Si ritirano sempre più dal mercato, il che è preoccupante. Le istituzioni più grandi creano più rischi per il sistema finanziario di quelle più piccole, una verità che è stata ribadita fin dalla crisi finanziaria con la frase "troppo grande per fallire". Uno degli obiettivi principali dell'UE e degli Stati membri dopo la crisi era quindi quello di ridurre il numero di "istituzioni finanziarie di importanza sistemica" (SIFI). Paradossalmente, il loro zelo normativo può aver accelerato piuttosto che inibito la corsa alle dimensioni. Il secondo rischio è che la complessità crei opacità. Gli stessi legislatori e le autorità di vigilanza si avvalgono di un gran numero di esperti per affinare i dettagli della regolamentazione. Ma si può affermare che quasi nessuno conosce e comprende l'intera gamma del nuovo regime finanziario. Gli specialisti lavorano insieme ad altri specialisti e raramente condividono le loro conoscenze. Inoltre, è possibile che alcune parti del regime normativo si annullino a vicenda. Ancora più preoccupante è il pericolo che possano avere conseguenze indesiderate in altri settori che non erano stati previsti al momento dell'elaborazione del testo.

investimento alternativi e delle agenzie di rating hanno attirato l'attenzione di Bruxelles e sono state così messe in primo piano. Vi è stata altresì la revisione di diversi testi già esistenti, quali la direttiva in materia di abusi di mercato e la MiFID. Si è predisposta l'integrazione delle nuove disposizioni con atti delegati che la Commissione adotta sul c.d. livello 2. Inoltre, si è assistito alla sostituzione delle classiche istituzioni e alla creazione, nel 2011, delle tre agenzie di vigilanza europee EBA, ESMA e EIOPA, oltre all'ESRB²⁴. Solamente altri tre anni sono stati necessari per l'istituzione di un nuovo consiglio di vigilanza all'interno della BCE e di un consiglio di risoluzione unico (CSRB). Molte fra queste istituzioni sono impegnate nella redazione di testi, quali orientamenti e raccomandazioni, che compongono il c.d. livello 3. Il relativo valore pratico è molto simile a quello della legislazione. Un ulteriore elemento di complessità origina dal recepimento delle direttive all'interno degli ordinamenti nazionali e dei relativi orientamenti interpretativi delle istituzioni di vigilanza presenti sul territorio.

In una situazione così articolata, il legislatore europeo – sottoposto a un enorme pressione – si è visto costretto a intervenire per ricostruire la fiducia degli investitori, garantendo il corretto funzionamento dei mercati finanziari europei. Pertanto, all'indomani della crisi, la BCE, la Commissione e i governi nazionali hanno adottato una serie di misure di emergenza, tra cui ingenti iniezioni di denaro pubblico all'interno del settore bancario.

²⁴ Trattasi dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA), dell'Autorità bancaria europea (EBA) e dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), oltre al Comitato Europeo per il Rischio Sistemico (ESRB), istituito con regolamento UE 24 novembre 2010, n. 1092 del Parlamento europeo e del Consiglio. Ruolo centrale nell'organizzazione di dettaglio della normativa europea è assunto dalle tre autorità di settore integrate nel Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), riferite ai settori bancario (EBA), mobiliare (ESMA) e assicurativo (EIOPA). Le Autorità europee sono riunite in un comitato di coordinamento, che sta svolgendo una significativa opera propositiva orientata alla costruzione di regole intersettoriali uniformi, pur dovendo talora arenarsi su limiti e contraddizioni della disciplina segmentata, prevalente rispetto ai poteri loro assegnati: Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, p. 11.

Il terremoto della crisi finanziaria ha evidenziato immediatamente la necessità di un'azione coordinata. Così, nell'ottobre 2008, i paesi della zona euro hanno emesso una dichiarazione su un piano d'azione europeo concertato e il Consiglio ha istituito una "cellula di crisi finanziaria", permettendo un'azione veloce ed efficace. Trattasi però di mere misure di emergenza, in seguito alle quali era imprescindibile un'ulteriore intervento volto al superamento dei vuoti e delle inefficienze propri della regolamentazione finanziaria²⁵, nonché di quelli strutturali dei relativi mercati. Tale bisogno ha indotto la Commissione europea ad intervenire, preparando una riforma globale del quadro giuridico di riferimento e del sistema di vigilanza. Nel novembre 2008, scossa dall'intensificarsi della crisi finanziaria, ha pertanto dato incarico a un gruppo ad alto livello presieduto da Jaques de Larosière²⁶ di predisporre raccomandazioni per una riforma del sistema finanziario. Tali raccomandazioni sono state presentate il 25 febbraio 2009. Spinto dall'obiettivo di istituire e rafforzare una più ampia struttura di vigilanza europea, il gruppo ha offerto con esse una gamma completa di soluzioni in materia di regolamentazione dei mercati finanziari e, in particolare, di vigilanza. Siffatte raccomandazioni hanno costituito un importante punto di partenza per la redazione ad opera della Commissione, nel marzo 2009, della comunicazione "guidare la ripresa in Europa" e per le nuove proposte legislative atte al ripristino della fiducia degli investitori, non solo in materia di vigilanza. L'ondata di riforme prodotte dalla crisi ha difatti condotto a una revisione globale della regolamentazione sostanziale dei mercati finanziari dell'UE²⁷. È stata così effettuata una revisione

²⁵ La crisi del 2008 ha evidenziato carenze anche nel funzionamento dei mercati dei derivati negoziati fuori borsa (OTC). In risposta a ciò, il regolamento EMIR nr. 648/2012 sulle infrastrutture del mercato europeo ha previsto norme volte a dettare una chiara disciplina all'interno dei mercati dei derivati OTC.

²⁶ *The High-Level on Financial Supervision in the EU*, Jacques de Larosiere, Bruxelles, 25 febbraio 2009.

²⁷ Il terremoto della crisi finanziaria ha scosso sia il diritto societario europeo che il diritto europeo dei mercati dei capitali fino alle loro stesse fondamenta. Nei suoi ambiziosi e talvolta

del quadro sui servizi finanziari per la tutela dei consumatori al fine di aumentarne il livello di tutela e proteggerli da comportamenti di mercato violenti. Questo è stato per lo più raggiunto attraverso l'introduzione di strumenti volti a correggere i fallimenti del mercato²⁸. Allo stesso tempo, si è perseguito il fine di accrescere l'efficienza del mercato e i regimi di responsabilità. Si ha riguardo a solo alcuni tra gli obiettivi costitutivi del piano d'azione dell'Unione, che vanno di pari passo con l'aumento della trasparenza del settore finanziario e della stabilità economica e con il miglioramento dell'efficacia delle attività di supervisione.

I primi attori del mercato colpiti dalla nuova attività di regolamentazione sono state le agenzie di rating del credito, che hanno contribuito in modo significativo alla produzione dei problemi causativi della crisi dei mercati finanziari. Il Regolamento CRA I (*Credit Rating Agencies Regulation*) del 2009 – che, nel frattempo, è già stato modificato più volte –, prevede norme che dettano una disciplina con riguardo all'autorizzazione e alla regolamentazione delle agenzie di rating, nonché alla loro vigilanza.

Nella comunicazione del 2 giugno 2010 "regolamentare i servizi finanziari per una crescita sostenibile", la Commissione europea ha evidenziato ancora una volta l'importanza di una rapida riforma del sistema finanziario, articolata

frenetici sforzi per rendere il diritto societario e dei mercati dei capitali europei più resistente ai terremoti, il legislatore europeo ha lanciato uno tsunami normativo, che ha avviato importanti riforme del diritto societario europeo e una riconfigurazione quasi completa dell'intera architettura europea del diritto dei mercati dei capitali: Schmidt Jessica, *Financial crisis and European company and capital markets law*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 33 ss. Secondo l'Autrice, sia nel diritto societario europeo che nel diritto europeo dei mercati dei capitali è emerso un nuovo importante *leitmotiv*: concentrarsi su una prospettiva a lungo termine piuttosto che incoraggiare il breve termine accusato della crisi finanziaria. Lo tsunami di riforma avviato dalla crisi finanziaria non è ancora finito, soprattutto per quanto riguarda la legislazione europea sui mercati dei capitali. Gli attuali piani irresponsabili per la costruzione di un'Unione dei mercati dei capitali ne sono la prova definitiva.

²⁸ Si consideri, a titolo esemplificativo, che sia la direttiva sui sistemi di garanzia dei depositi, che la direttiva sui requisiti patrimoniali, sono state riviste. Inoltre, è stato implementato il regolamento sulle agenzie di rating del credito.

intorno ai quattro principi cardine di maggiore trasparenza, resilienza e stabilità finanziaria, responsabilità e protezione dei consumatori e, infine, vigilanza e applicazione efficace²⁹.

Le riforme del quadro normativo introdotte all'interno dell'Unione dovrebbero essere collocate proprio sullo sfondo degli obiettivi generali perseguiti in materia di regolamentazione finanziaria. Tra di essi, particolare attenzione meritano la creazione di uno spazio finanziario europeo integrato, la tutela degli investitori³⁰ e il perseguimento della stabilità finanziaria mediante la garanzia di un adeguato finanziamento sia del settore pubblico che di quello privato ai fini della realizzazione delle politiche economiche e sociali.

All'indomani della crisi finanziaria, sono stati previsti diversi strumenti giuridici per rendere più efficiente il quadro legislativo in ambito finanziario. Si è assistito al passaggio da un approccio tipicamente privato basato sulla legge, alla commistione con una vasta gamma di elementi di diritto pubblico, come gli organismi di vigilanza finanziaria.

A partire dal 1 gennaio 2011, l'Unione ha riorganizzato il suo sistema di regolamentazione e vigilanza finanziaria istituendo, a tal fine, diversi organi³¹.

²⁹ La Commissione europea e gli Stati membri si trovano di fronte a grandi sfide. Sullo sfondo delle numerose proposte di regolamentazione, vi è il rischio di panico normativo. Come è noto, "i casi difficili fanno una cattiva legislazione" (*hard cases make bad law*). Da questo punto di vista, occorre fare molta attenzione a non introdurre misure normative altamente interventistiche senza un'attenta analisi dei danni potenziali di tale regolamentazione, nonché a garantire che qualsiasi misura sia la più proporzionata: Enriques Luca, *European takeover law: the case for a neutral approach*, in *The European financial market in transition*, a cura di Birkmose Hanne S., Neville Mette, Sørensen Karsten Engsig, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 11 ss.

³⁰ La protezione riguarda non solo gli investitori nella loro individualità, ma anche nelle relative forme collettive, quali fondi pensione e fondi di investimento. In tale ottica, nel 2011 si è intervenuti sul settore della gestione patrimoniale, introducendo norme a carico dei gestori di fondi di investimento alternativi, con l'adozione della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio sui Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (la Direttiva AIFM o la AIFMD, *Alternative Investment Fund Managers Directive* - AIFMD).

³¹ Ci si è resi conto che il consolidamento dei servizi finanziari richiede un consolidamento della vigilanza a livello UE. Non è stato facile distinguere tra il rischio di mercato e il rischio degli istituti finanziari, ma forse un'unica autorità di vigilanza potrebbe svolgere meglio la funzione di coordinatore delle autorità nazionali di regolamentazione e del LOLR: Andenas Mas, *Who is going to supervise Europe's Financial Markets?*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single*

Si tratta di normative sviluppate intorno alla figura di una vigilanza pubblica in grado di gestire non solo la barriera d'ingresso all'interno del mercato degli intermediari, ma anche la loro operatività.

Il nuovo sistema europeo è stato fondato sull'idea che, mentre la regolamentazione necessita di essere esercitata in misura crescente a livello centrale ed europeo, la vigilanza dovrebbe rimanere ampiamente decentrata, a livello dei singoli Stati membri³². Al riguardo, nell'ordinamento italiano, i relativi poteri sono stati assegnati alla Banca d'Italia, all'IVASS³³ e alla Consob, autorità di vigilanza nate in epoche e con caratteristiche diverse ma che hanno assistito nel corso del tempo a una omogeneizzazione della propria disciplina verso il modello delle autorità amministrative indipendenti. Dagli anni '90 dello scorso secolo, siffatto modello – caratterizzato da una sostanziale indipendenza del potere esecutivo e dalla simultanea presenza di poteri differenti, di vigilanza, sanzionatori e regolatori – si è progressivamente radicato. È però sopravvissuta una caratteristica differenziazione disciplinare, manifestata dalla sopravvivenza di tre differenti corpi disciplinari. Essa non è stata scalfita dall'importante mutamento di approccio regolamentare conseguente all'avvenuta finanziarizzazione dell'economia³⁴.

resolution?, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. XV ss. Secondo l'Autore, un'unica autorità di regolamentazione potrebbe anche rispondere meglio a una crisi finanziaria, che richiederebbe un'azione immediata e risoluta. Il LOLR (*Lender of last resort*) è un organismo che assolve alla funzione di fornire al sistema finanziario, e in particolare alle banche, i mezzi monetari necessari a far fronte alle esigenze di liquidità, soprattutto in situazioni di crisi finanziaria. Tale funzione costituisce uno dei compiti istituzionali della banca centrale: Cesari Francesco, *Dizionario di economia e finanza*, UTET, Torino, 1988.

³² Questo approccio a due livelli differisce da quello americano, dove di norma la regolamentazione e la vigilanza sono esercitate dallo stesso organismo: la vigilanza sui valori mobiliari, ad esempio, è esercitata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC), un organismo che ha anche ampi poteri di regolamentazione: Wymeersch Eddy, *Europe's financial regulatory bodies*, in *The European financial market in transition*, a cura di Birkmose Hanne S., Neville Mette, Sørensen Karsten Engsig, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 258 ss.

³³ Trattasi di autorità che permangono formalmente distinte, nonostante l'IVASS sia ormai integrata all'interno della Banca d'Italia.

³⁴ Ciò ha portato all'abbandono della vecchia regolazione strutturale, che prevedeva la ripartizione del mercato fra operatori finanziari specializzati (regolazione strutturata su linee di

Ancora oggi, a più di dieci anni dalla crisi finanziaria che ha travolto violentemente i mercati finanziari, essi sembrano essere in un perenne stato di transizione. Tuttavia, soprattutto negli ultimi anni, si sono registrati sul mercato finanziario europeo cambiamenti radicali, dovuti in parte all'evoluzione dei mercati e, in altra parte, al programma di regolamentazione predisposto all'interno dell'Unione Europea³⁵, nel quale viene identificata l'integrazione dei mercati finanziari degli Stati membri come una delle principali priorità. La creazione di un mercato finanziario unico europeo è stata perseguita con vigore attraverso una serie di iniziative di armonizzazione. Negli ultimi 10 anni, il piano d'azione per i servizi finanziari, le direttive concernenti i mercati degli strumenti finanziari e la loro attuazione nel diritto nazionale, hanno modificato sostanzialmente la regolamentazione dei mercati finanziari. Tuttavia, l'efficacia della stessa è stata messa più volte fortemente in discussione. Allo stesso tempo, il quadro di mercato è stato modificato dal mercato stesso e il processo di integrazione economica europea è proseguito a ritmo incessante. Ciò ha comportato il passaggio, nell'ordinamento italiano, da un sistema di vigilanza strutturale delle banche a un sistema di vigilanza prudenziale, ovvero da un sistema nel quale risultava pregnante il controllo e la supervisione delle Autorità di settore sulla organizzazione e sui processi di ampliamento

produzione di servizi), e la sostituzione della stessa con una regolazione strutturata sulla liberalizzazione e despecializzazione dell'offerta: Libertini Mario, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, E.G.E.A., 2010, p. 559 ss.

³⁵ In risposta alla crisi finanziaria globale sono stati proposti diversi regolamenti: abolizione dei bonus bancari, rafforzamento dei fondi azionari per le banche, controllo di qualità dei prodotti finanziari, rafforzamento della vigilanza statale nazionale e internazionale delle istituzioni finanziarie, in particolare gli *hedge fund*, un controllo più rigoroso dei flussi di capitale e delle operazioni di borsa e migliori regole contabili e di valutazione dei rischi. In genere, queste proposte si basano sull'analisi dei fattori, in cui le singole cause sono isolate, attraverso l'attribuzione della causalità, e ritenute responsabili della crisi. L'obiettivo della regolamentazione, quindi, è quello di introdurre dei controfattori alla catena causale per evitare il ripetersi della crisi. Le loro possibilità di successo non vogliono essere messe in discussione, ma esse potrebbero avere un problema comune: *fatta la legge, trovato l'inganno*: Teubner Gunther, *A constitutional moment? The logics of "Hitting the Bottom"*, in *The financial crisis in constitutional perspective. The dark side of functional differentiation*, a cura di Kjaer, p. 5.

strutturale delle banche, a un differente sistema, in cui risulta fondamentale la consistenza patrimoniale di un'impresa bancaria; ciò consente di tener fermo un certo equilibrio dell'istituto di credito, nonché il rispetto di determinati coefficienti patrimoniali.

Intanto, a livello europeo si è proceduto con un andamento di evoluzione normativa molto avanzato. Tale evoluzione non è caratterizzata solo dall'adozione di nuove misure legislative, ma si è anche posta in essere anche un'importante attività di revisione degli elementi costitutivi dell'architettura dei mercati finanziari già esistenti, rispetto ai quali, in seguito alla crisi finanziaria, sono pian piano emerse tutte le debolezze. Ciò ha reso indispensabile un intervento. Così, nel 2014, la MiFID³⁶ è stata sostituita da un nuovo quadro legislativo costituito da un regolamento (MiFIR) e da una direttiva (MiFID II), con cui si è introdotta una regolamentazione rafforzata delle imprese di investimento e delle sedi di negoziazione, insieme a disposizioni specifiche per le negoziazioni ad alta frequenza.

Inoltre, la crisi ha portato alla luce anche la rilevanza dell'integrità dei mercati e i pericoli propri delle relative manipolazioni. Ne è derivata una revisione della disciplina degli abusi di mercato. Nel 2014, la direttiva del 2003 sugli abusi di mercato (MAD I) è stata sostituita da un regolamento (MAR) che non solo ha tentato di rendere più efficiente il regime degli abusi di mercato, ma ne ha altresì ampliato il campo di applicazione. La nuova disciplina è composta ora anche da norme sulle negoziazioni OTC e sulle negoziazioni ad alta frequenza (HFT). È costituita altresì da una nuova direttiva (MAD II) che impone sanzioni

³⁶ Direttiva dell'Unione Europea 2004/39/CE conosciuta anche come direttiva MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*). Si ha riguardo a un atto normativo emanato dal Parlamento europeo il 21 aprile 2004.

penali obbligatorie. Inoltre, nel 2013, anche la direttiva sulla trasparenza (2004) è stata notevolmente rivista³⁷.

La crisi finanziaria ha cambiato molti principi e massime di base. Concretamente, si è assistito all'affermarsi di una chiara tendenza verso la legislazione mediante regolamenti anziché direttive e, soprattutto, verso un'armonizzazione completa. Non ci si è più limitati alla sola imposizione di standard minimi. Inoltre, l'attività normativa è riuscita a spingersi verso settori rispetto ai quali, in passato, l'armonizzazione non poteva che essere concepita come un sogno lontano. Ciò nonostante, persiste ancora oggi una diffusa mancanza di armonizzazione sia delle norme che dei rimedi. La causa è riscontrabile in molteplici motivi. Innanzitutto, occorre ricordare che l'Unione europea non è munita di esplicita competenza nel settore del diritto privato. Per tale motivo, per lungo tempo, si è preferito ricorrere a un'armonizzazione delle sanzioni amministrative piuttosto che dei doveri del diritto contrattuale e dei rimedi di diritto civile. In secondo luogo, la grande fiducia posta nel settore finanziario potrebbe essere minata – secondo esperti del settore – da un'opera di armonizzazione dei rimedi civilistici, potendo da essi scaturire controversie meramente opportunistiche. Potrebbe così essere minata l'efficienza dei mercati finanziari.

Sicché, risulta fondamentale chiedersi se e in che misura la regolamentazione finanziaria europea influenzi il diritto degli Stati membri e in che modo tale influenza si rifletta nei diritti e rimedi contrattuali dei partecipanti al mercato. A tal riguardo, è fondamentale considerare che nel campo della regolamentazione

³⁷ Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2013, recante modifica della direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, la direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari, e la direttiva 2007/14/CE della Commissione, che stabilisce le modalità di applicazione di talune disposizioni della direttiva 2004/109/CE.

economica, la legislazione europea può imporre obblighi a carico delle parti private in una varietà di modi, tra i quali, ad esempio, i requisiti di licenza, gli standard normativi o i divieti di condotta. In seguito alla crisi del 2008, la presenza dell'Unione in campo finanziario si è intensificata ed è così anche aumentata la tensione tra la regolamentazione finanziaria a livello comunitario e il diritto nazionale. Le diffuse pratiche di vendita abusiva di strumenti finanziari complessi e i fallimenti delle banche, hanno causato ingenti perdite a danno degli investitori al dettaglio. Per tale ragione, si è assistito a un'ondata di contenziosi dinanzi ai tribunali nazionali. Si è così radicato un atteggiamento paternalistico nei confronti dei consumatori, a norma dell'art. 114, par. 3, TFUE³⁸ e, nel complesso, favorito dagli Stati membri³⁹. In questo contesto, i giudici e gli accademici nazionali si sono trovati a far fronte alle innumerevoli difficoltà derivanti dall'interpretazione delle tradizionali classificazioni del diritto nazionale alla luce dei nuovi regolamenti adottati in risposta a una rapida innovazione finanziaria. La legislazione europea ha reagito a questa

³⁸ Art. 114, par. 3, TFUE: «La Commissione, nelle sue proposte di cui al paragrafo 1 in materia di sanità, sicurezza, protezione dell'ambiente e protezione dei consumatori, si basa su un livello di protezione elevato, tenuto conto, in particolare, degli eventuali nuovi sviluppi fondati su riscontri scientifici. Anche il Parlamento europeo ed il Consiglio, nell'ambito delle rispettive competenze, cercheranno di conseguire tale obiettivo».

³⁹ Nell'ordinamento italiano, il mutamento di politica economica e il processo di adeguamento del sistema bancario agli obiettivi dell'Unione europea ha fatto emergere una diversa sensibilità nei confronti della posizione del cliente, e nell'ottica della piena privatizzazione del settore bancario e della sua sottoposizione alle regole di mercato e della concorrenza, ha suggerito di concepire la protezione del cliente come uno dei tasselli di rinnovata politica del diritto nella disciplina e nel controllo del sistema bancario. Inizia, pertanto, a fare capolino l'idea di intervenire sul piano normativo a tutela dei soggetti c.d. deboli dei contratti bancari. Questo progetto ha preso corpo nel c.d. progetto Minervini che mirava alla predisposizione di norme inderogabili, facendo salva la derogabilità a favore del cliente, volta ad assicurare una maggiore tutela della clientela e sui loro possibili mutamenti in corso di esecuzione. Al progetto in parola hanno fatto seguito la legge sulla trasparenza bancaria (l. 154/1992), prima, e la legge sul credito al consumo (l. 142/1992), dopo. Tali normative sono confluite, infine, nel Testo Unico Bancario (TUB) che costituisce attualmente la normativa di riferimento del settore bancario. Il TUB sancisce il mutamento di approccio legislativo nel diritto bancario: non si tratta più della regolazione di un oligopolio con una forte impronta pubblicistica, ma di quella di un settore inserito nel libero mercato concorrenziale: Mazzamuto Salvatore, *I contratti bancari: un'introduzione*, in *I contratti bancari*, a cura di Piraino Fabrizio, Cherti Stefano, Torino, Giappichelli editore, 2016, p. XV ss.

grave situazione attraverso l'imposizione di nuove regole di condotta e l'armonizzazione dell'applicazione e del controllo pubblico della regolamentazione finanziaria⁴⁰. È stata coinvolta anche la disciplina concernente l'attività posta in essere dagli intermediari finanziari, rispetto alla quale si è passati da strumenti di tutela indiretta del risparmio – attuata mediante poteri di governo del mercato –, a mezzi di conformazione della relazione negoziale con i clienti, con funzione protettiva nei confronti di questi ultimi. Tale nuova impostazione è in gran parte connessa a una crescente denazionalizzazione del diritto del mercato finanziario. Una sempre più pervasiva attività legislativa a livello europeo ha condotto allo stratificarsi di una serie di norme che incidono sulla disciplina del contratto tipica dei singoli ordinamenti nazionali. Si ha riguardo a corpi di regole particolarmente complessi, non solo a causa della disordinata pluralità che li caratterizza, ma anche per i relativi strumenti di produzione. In riferimento ad essi, si è registrato un sempre minore ricorso alla normativa primaria e un consolidarsi di forme atipiche – quali lettere al mercato, comunicazioni, FAQ pubblicate sulle pagine web delle autorità da cui provengono – in riferimento alle quali si è ampiamente discusso circa la dubbia valenza giuridica. Al riguardo, si è spesso fatto riferimento all'indefinita categoria della *soft law*. Trattasi dunque di una congerie in perenne evoluzione, in riferimento alla quale – muovendo dall'idea della società postmoderna come società liquida – in tempi recenti si è coniata la definizione di “diritto liquido”⁴¹,

⁴⁰ L'evoluzione dei mercati finanziari è stata particolarmente significativa negli ultimi decenni per quanto riguarda gli intermediari, i mercati dei capitali e gli strumenti finanziari. I cambiamenti strutturali hanno interessato soprattutto gli operatori finanziari più tradizionali del settore bancario, ma anche le imprese di investimento e le compagnie di assicurazione. Anche le disposizioni normative sono state oggetto di cambiamenti significativi: Di Giorgio Giorgio – Di Noia Carmine – Piatti Laura, *Financial market regulation: the case of Italy and a proposal for the Euro Area*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 397 ss.

⁴¹ Mancuso Salvatore, *Liquidità e comparazione. Un breve viaggio tra diritto, antropologia e sociologia*, Pacini, 2018.

al fine di metterne in risalto l'allontanamento rispetto alle tradizionali fonti di produzione del diritto.

Nonostante quanto rilevato, la disciplina degli obblighi contrattuali e dei rimedi è ancora oggi basata sulla legge nazionale e varia ampiamente all'interno delle diverse giurisdizioni. Sicché, l'attuale mancanza di qualsivoglia coerente architettura esecutiva nel campo del diritto economico europeo e l'esistenza di un panorama applicativo quanto mai frammentato, ma soprattutto l'avvenuto rafforzamento, a livello europeo, dei regimi amministrativi di esecuzione, hanno comportato un inevitabile pregiudizio a discapito delle misure giudiziarie adottate a livello nazionale. Occorre, per comprendere la portata di tale fenomeno, prendere le mosse dall'analisi delle differenze esistenti tra il livello europeo e quello nazionale. Mentre, infatti, in ambito nazionale si registra una netta separazione, ma al contempo un'accertata complementarità, tra il diritto privato e la regolamentazione finanziaria, a livello europeo si registrano diverse misure esecutive. Tra di esse possiamo distinguere quelle con una forte dimensione privata ed esplicite regole di responsabilità civile (PSD/PSD II)⁴², dalle misure disciplinate da specifiche e dettagliate regole in materia di responsabilità, ma al contempo caratterizzate da un ampio margine di azione lasciato agli Stati Membri (CRA). Ancora, meritano menzione le misure in riferimento alle quali la scelta delle sanzioni da applicare è rimessa ai singoli ordinamenti nazionali (MCD)⁴³ e le misure dell'Unione con una forte enfasi sulla supervisione e il controllo pubblico (MiFID e MiFID 2).

⁴² Due direttive sui servizi di pagamento.

⁴³ Direttiva 2014/17/UE (MCD, *Mortgage Credit Directive*) in materia di contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e modifiche alla disciplina degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi.

4. I caratteri fondamentali dell'intervento europeo in campo finanziario e la disciplina dei rimedi

Occorre a questo punto chiedersi se il diritto dell'Unione Europea crei o meno specifici rimedi privati.

A tal proposito, è necessario distinguere tre diverse possibilità. La prima concerne il silenzio legislativo, che si verifica allorquando l'Unione impone un requisito o prescrive uno *standard* senza fare alcun riferimento ai rimedi civili⁴⁴. La seconda riguarda tutte le disposizioni che si limitano semplicemente a richiamare le relative misure previste dal diritto nazionale. Infine, la terza concerne le ipotesi in cui è lo stesso legislatore europeo a stabilire espressamente determinati rimedi, come la nullità di cui al Regolamento 492/11 sulla libera circolazione dei lavoratori (art. 7, par. 4⁴⁵). È necessario però rilevare, che la differenza tra le tre categorie è tutt'altro che chiara, essendo sempre presente un qualche grado di ibridità, in quanto, anche qualora venga indicato un rimedio, lo stesso potrebbe mancare di autonomia normativa (art. 35 CRA III⁴⁶) o potrebbe dipendere dalle norme proprie dell'ordinamento

⁴⁴ A titolo esemplificativo, si consideri il Regolamento MAR in materia di abusi di mercato.

⁴⁵ Art. 7, par. 4, Regolamento 492/11: «Tutte le clausole di contratti collettivi o individuali o di altre regolamentazioni collettive concernenti l'accesso all'impiego, l'impiego, la retribuzione e le altre condizioni di lavoro e di licenziamento, sono nulle di diritto nella misura in cui prevedano o autorizzino condizioni discriminatorie nei confronti dei lavoratori cittadini degli altri Stati membri».

⁴⁶ Art. 35 bis, Reg. n. 462/2013: «1. Se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per negligenza grave una delle infrazioni di cui all'allegato III che hanno inciso sul rating del credito sul quale un investitore si è basato nell'acquistare uno strumento valutato, l'investitore può promuovere un ricorso contro l'agenzia per i danni subiti.

Un investitore può chiedere un risarcimento ai sensi del presente articolo se stabilisce che ha ragionevolmente fatto valere, a norma dell'articolo 5 bis, paragrafo 1, o in altro modo con la dovuta diligenza, un rating per una decisione di investire, detenere o disinvestire da uno strumento finanziario coperto da tale rating.

Un emittente può chiedere un risarcimento ai sensi del presente articolo se stabilisce che esso o i suoi strumenti finanziari sono coperti da tale rating e l'infrazione non è stata causata da informazioni fuorvianti e inesatte fornite dall'emittente all'agenzia di rating del credito, direttamente o tramite informazioni pubblicamente disponibili.

nazionale, che dettano la disciplina in materia di procedure e rimedi. Così, anche il diritto al risarcimento del danno subito per violazione del diritto europeo – il rimedio comunitario per eccellenza – risulta soggetto alle norme del diritto nazionale in materia di responsabilità.

Ma cosa si intende precisamente quando ci si riferisce al c.d. modello ibrido? Si ha riguardo a un modello che si caratterizza per l'applicazione, in linea generale, dei rimedi previsti dalle leggi nazionali, influenzate dal diritto dell'Unione attraverso il dovere di interpretazione conforme, nonché i test di efficacia e di equivalenza. In assenza di precise norme europee, spetta all'ordinamento giuridico proprio di ciascuno Stato membro designare i giudici competenti e stabilire la disciplina delle azioni volte a garantire la tutela dei diritti conferiti dall'Unione europea. Tali norme nazionali, tuttavia, devono soddisfare due condizioni: non devono essere meno favorevoli di quelle che governano azioni domestiche simili (requisito dell'equivalenza o della non

2. È responsabilità dell'investitore o dell'emittente presentare informazioni accurate e dettagliate che indichino che l'agenzia di rating del credito ha commesso un'infrazione al presente regolamento e che tale violazione ha avuto un impatto sul rating emesso.

Ciò che costituisce informazioni accurate e dettagliate è valutato dal giudice nazionale competente, tenendo conto del fatto che l'investitore o l'emittente non possono avere accesso a informazioni che rientrano esclusivamente nell'ambito dell'agenzia di rating del credito.

3. La responsabilità civile delle agenzie di rating del credito di cui al paragrafo 1 è limitata solo in anticipo se tale limitazione è:

(a) ragionevole e proporzionato; e

(b) consentito dalla legge nazionale applicabile conformemente al paragrafo 4.

Qualsiasi limitazione non conforme al primo comma o qualsiasi esclusione di responsabilità civile deve essere privata di qualsiasi effetto giuridico.

4. Termini quali "danno", "intenzione", "negligenza grave", "ragionevolmente invocato", "dovuta attenzione", "impatto", "ragionevole" e "proporzionato" a cui si fa riferimento in questo articolo ma che non sono definiti, devono essere interpretati e applicati in conformità al diritto nazionale applicabile determinato dalle norme pertinenti del diritto internazionale privato. Le questioni relative alla responsabilità civile di un'agenzia di rating del credito che non rientrano nel campo di applicazione del presente regolamento sono disciplinate dal diritto nazionale applicabile determinato dalle pertinenti norme di diritto internazionale privato. Il tribunale competente a decidere in merito a una richiesta di risarcimento da parte di un investitore o emittente è determinato dalle norme pertinenti del diritto internazionale privato.

5. Il presente articolo non esclude ulteriori richieste di responsabilità civile conformemente alla legislazione nazionale.

6. Il diritto al risarcimento di cui al presente articolo non impedisce all'ESMA di esercitare appieno i suoi poteri di cui all'articolo 36 bis».

discriminazione) e non devono rendere l'esercizio dei diritti praticamente impossibile o eccessivamente complesso (requisito della protezione minima). «Occorre ricordare che, qualora siano soddisfatte le condizioni che fanno sorgere la responsabilità dello Stato, il che spetta ai giudici nazionali stabilire, è nell'ambito della normativa nazionale sulla responsabilità che lo Stato è tenuto a riparare le conseguenze del danno arrecato, restando inteso che le condizioni stabilite dalle legislazioni nazionali in materia di risarcimento dei danni non possono essere meno favorevoli di quelle relative ad analoghi reclami di natura interna (principio di equivalenza) e non possono essere congegnate in modo da rendere praticamente impossibile o eccessivamente difficile ottenere il risarcimento (principio di effettività)» (Corte di Giustizia, causa C-160/14, João Filipe Ferreira da Silva e Brito e altri contro Estado português, punto 50).

Orbene, sicuramente diversi sono gli attributi fondamentali mediante i quali poter definire l'intervento europeo. Anzitutto, esso è dialogico, in quanto gli effetti riparatori del diritto dell'Unione costituiscono il risultato di una conversazione di natura costituzionale e implicano l'interazione istituzionale e normativa tra l'Unione europea e gli Stati membri. La Corte di Giustizia, a tal proposito, svolge una funzione di segnalazione, utilizzando la specificità del suo ruolo come valvola che regola il flusso di potenza. Inoltre, è dirompente e, a volte, sovversivo. Difatti, l'intervento dell'Unione ha un carattere decostruttivo e può avere un effetto corrosivo sulla legge nazionale dei rimedi. Basti pensare che l'ordinamento europeo fa affidamento su rimedi nazionali, i quali tuttavia molte volte devono essere reinventati, gettando via gli elementi che non rispettano gli standard di efficacia, mettendo così in discussione la coerenza concettuale della legislazione nazionale e generando incertezza. A tal riguardo, sia concesso evidenziare, in tale sede, che spesso è possibile constatare una assoluta mancanza di chiarezza nel distinguere tra diritti e rimedi. Ma essi, anche se strettamente interconnessi, non devono essere confusi: in particolare, il

diritto è una posizione legale riconosciuta in capo a un determinato soggetto – sia nei confronti di un'autorità pubblica che di un attore privato – che è possibile far valere in un tribunale; con il termine rimedio, invece, si intendono gli strumenti disponibili per correggere una violazione. Un diritto può sorgere da una disposizione che lo riconosce come tale oppure da una norma che impone un obbligo, anche qualora il destinatario di tale obbligo goda di una certa discrezionalità. Ma quando sorge un diritto implicito di azione? La violazione di un diritto può sollevare un diritto implicito a un rimedio civile, allorché ci sia stata inosservanza di una disposizione destinata alla protezione di una particolare classe di persone, l'attore sia un membro di quella classe e l'interesse dell'intervento che doveva essere protetto dalla disposizione sia stato leso dal comportamento che costituisce la violazione. Tuttavia, l'intenzione legislativa raramente può essere stabilita in modo definitivo. Una serie di domande relative alla divisione dei poteri e alla disponibilità, al contenuto e alle condizioni dei rimedi ancora oggi rimangono irrisolte. Ad esempio, la Commissione europea può introdurre un diritto d'azione privato sulla base di una legislazione delegata o di attuazione, quale la direttiva MiFID? Può esserci responsabilità per violazione dei requisiti prudenziali adottati in base alle indicazioni dell'SRB⁴⁷? Ancora, occorre optare per un regime di esecuzione pubblica o privata per la legge sui servizi finanziari dell'Unione europea⁴⁸?

⁴⁷ L'SRB è l'autorità di risoluzione per: 1) le banche considerate di una certa rilevanza o con riferimento alle quali la Banca Centrale Europea (BCE) ha deciso di esercitare direttamente tutti i poteri di vigilanza; 2) gli altri gruppi transfrontalieri, in cui non solo la banca madre ma anche almeno una controllata, siano istituite in due diversi Stati membri partecipanti all'Unione bancaria. Il numero delle banche di competenza diretta dell'SRB (in riferimento alle quali è possibile rinvenire un elenco completo sul sito web dell'autorità) è soggetto a continue modifiche, considerato che, nel corso del tempo, nuovi istituti di credito possono essere istituiti e quelli esistenti possono fuoriuscire dal mercato.

⁴⁸ Si rilevi al riguardo che il ruolo svolto dal settore dei servizi finanziari nell'economia è a dir poco enorme. Si tratta di un settore di mercato così importante e complesso da dover sempre essere soggetto al diritto della concorrenza per evitare carenze del mercato e per garantire un quadro adeguato di protezione dei consumatori e pienamente funzionale. Questo è il motivo

Le misure adottate a livello europeo incoraggiano un sistema di controllo pubblico attraverso l'istituzione di autorità competenti e potenti sanzioni amministrative. L'approccio ai rimedi privati è molto più esitante e alquanto sporadico. Vi sono una serie di ragioni alla base di ciò. Anzitutto, il modello di applicazione pubblica è in sintonia con il paradigma della *governance* europea, essendo gli Stati membri i principali destinatari della normativa dell'Unione. Diviene così più facile stabilire la competenza e l'armonizzazione viene limitata a ciò che è essenziale, necessario e sufficiente per il raggiungimento degli obiettivi della disposizione che conferisce potere (Corte di Giustizia, Causa C-222/02 Peter Paul e altri contro Repubblica federale di Germania⁴⁹). Risulta difficile dissentire. Di certo, è indispensabile che venga incoraggiata l'adozione di più rimedi privati per gli investitori, ma è altrettanto fondamentale che vi sia un adeguato sistema di controllo pubblico⁵⁰. Tra l'altro, non bisogna

per cui, fin dagli albori della Comunità europea, la Commissione ha sostenuto che gli articoli 101 e 102 (ex articoli 81 e 82) sono pienamente applicabili al settore dei servizi finanziari. Tuttavia, abbiamo dovuto attendere i primi anni '80 per avere la prima conferma di ciò. In primo luogo, nella causa Zuchner, la Corte di giustizia europea ha respinto qualsiasi ricorso relativo all'idea che il settore bancario non rientrasse nell'ambito di applicazione degli articoli 101 e 102: Lista Andrea, *EU competition law and the financial services sector*, Informa Law from Routledge, 2013, p. 18

⁴⁹ Causa C-222/02 Peter Paul e altri contro Repubblica federale di Germania, Racc. 2004, p. I-9425, par. 42: «Inoltre, l'armonizzazione prevista dalle direttive 77/780, 89/299 e 89/646, che si basa sull'art. 57, n. 2 del Trattato, si limita a quanto è essenziale, necessario e sufficiente per pervenire al reciproco riconoscimento delle autorizzazioni e dei sistemi di controllo prudenziale il quale consente il rilascio di un'unica autorizzazione valida in tutta la Comunità e l'applicazione del principio del controllo da parte dello Stato membro di origine». Tale pronuncia della Corte origina da una controversia avente ad oggetto l'interpretazione della direttiva 1994/19/CE sui sistemi di garanzia dei depositi, conclusasi con la dichiarazione che una norma nazionale che preclude alle persone di chiedere un risarcimento per il danno derivante da una supervisione difettosa da parte di un'Autorità di vigilanza sia compatibile con il diritto dell'UE. Vedi al riguardo: Tison Michel, *Do not attack the watchdog! Banking supervisor's liability after Peter Paul*, in *Common Market Law Review*, 2005, 42, p. 639-675.

⁵⁰ La prevenzione delle crisi finanziarie postula criteri più razionali nei comportamenti e più incisività nelle regole e nei controlli, riprendendo scelte razionali nei diversi settori dell'intermediazione finanziaria e nei diversi settori dei mercati finanziari insieme a regole e controlli che al tempo stesso presentino elementi di efficacia e di tempestività. È necessario quindi evitare il formarsi di asimmetrie nell'impostazione delle regole e nella conduzione dei controlli fra settori diversi dell'intermediazione finanziaria e dei mercati finanziari: Colombini

sottovalutare che i rimedi privati facilmente potrebbero interferire con le leggi nazionali, a meno che non siano accompagnati da un efficiente sistema di applicazione e da regole procedurali adeguate, quale, a titolo esemplificativo, la *class action*.

Per quanto concerne le direttive in materia di diritto finanziario, occorre rilevare che nei casi finora decisi in materia di responsabilità civile di soggetti privati, la Corte di Giustizia ha adottato un approccio deferente, interpretando le direttive europee come facilitazioni e garantendo un ampio margine di discrezionalità agli Stati membri nel campo dei rimedi (Causa C-604/11, Genil 48 SL, Comercial Hosteler de Grandes Vinos SL contro Bankinter SA, Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA)⁵¹.

Sicuramente, l'assenza di solidi rimedi privati non è il risultato di un'analisi coerente e sistematica dei relativi meriti dei modelli di applicazione pubblici e privati, ma è dettata da vincoli di competenza e dalla polarizzazione normativa del paradigma di integrazione. Ma, proprio partendo da tale constatazione, una domanda sorge spontanea: esiste un *mix* di applicazione ottimale nel settore finanziario in una prospettiva giuridica ed economica? E, nel caso in cui la risposta fosse affermativa, esso a cosa corrisponde? I giuristi che hanno tentato di fornire una risposta a tale interrogativo, hanno focalizzato la propria attenzione sull'ottimizzazione delle attività di contrasto tra diverse discipline giuridiche. Hanno in tal modo potuto rilevare che è effettivamente possibile un *mix* di applicazione ottimale, ma esso non può che corrispondere a una combinazione intelligente di diversi meccanismi di esecuzione, di carattere sia privato che pubblico. In tale ottica, all'indomani della crisi finanziaria europea

Fabiano, *Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 251.

⁵¹ Corte di Giustizia, causa C-604/11, Genil v. Bankinter, ECLI:EU:C:2013:344, relativa all'interpretazione della MiFID I. Con riguardo ad essa, la Corte ha affermato che, anche se prevede sanzioni amministrative per la violazione delle disposizioni nazionali di recepimento della direttiva, ha lasciato liberi gli Stati membri di determinare le relative conseguenze contrattuali, nel rispetto dei principi di equivalenza ed efficacia.

sono stati approvati numerosi strumenti giuridici volti a migliorare il quadro legislativo nel settore finanziario e si è assistito a un passaggio, sempre più marcato, da un approccio tipicamente privato, fondato sulla legge, a una fusione con una serie di elementi di diritto pubblico, come gli organismi di vigilanza finanziaria. Attualmente è infatti forte l'enfasi sull'implementazione pubblica e ciò ben si evince considerando che il legislatore comunitario impone sempre più una risposta chiara con riguardo agli strumenti esecutivi, lasciando sempre meno scelta al riguardo agli Stati membri. Ciò, ad esempio, è quanto sta accadendo nel settore della legislazione dell'Unione concernente la protezione dei consumatori, in riferimento al quale la scelta degli strumenti di esecuzione è sempre rimasta interamente nelle mani degli Stati membri. Tra questi, vi sono quanti hanno optato per modelli di applicazione delle leggi pubbliche e quanti invece hanno prediletto quelle private. Il legislatore europeo ha sempre rispettato le diverse tradizioni, anche se occorre rilevare che in tempi recenti ha mostrato una preferenza per alcune di esse. Così, ad esempio, nel Regolamento (CE) n. 2006/2004 “sulla cooperazione tra le autorità nazionali responsabili per l'esecuzione della normativa che tutela i consumatori”, ha manifestato la propria predilezione per un sistema di regolazione pubblica, la cui attività è idonea ad esplicarsi in modo fruttuoso anche *ex ante*. Al fine di rafforzare la dimensione di applicazione della legge privata, invece, l'Unione, a partire dalla raccomandazione 98/257/CE⁵², che stabilisce garanzie minime di qualità per tutte le parti interessate, ha agito in merito alla risoluzione alternativa delle controversie (ADR⁵³).

E così, anche per i servizi finanziari dei consumatori il quadro è misto. Particolare interesse, al riguardo, merita la direttiva sui conti di pagamento

⁵² Raccomandazione della Commissione del 30 marzo 1998 riguardante i principi applicabili agli organi responsabili per la risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo.

⁵³ *Alternative Dispute Resolution*.

(PAD, *Payment Account Directive*)⁵⁴, la quale conferisce agli individui all'interno dell'Unione il diritto a un conto di pagamento di base, indipendentemente dal luogo di residenza o dalla situazione finanziaria di una persona, migliorandone la trasparenza. In sostanza, le autorità competenti, che devono essere designate in ciascuno ordinamento nazionale, sono incaricate di far rispettare la direttiva. L'art. 13, tuttavia, precisa che qualsiasi perdita finanziaria subita dai consumatori deve essere compensata in base alle norme nazionali, lasciando quindi la dimensione dell'esecuzione nelle mani degli Stati membri⁵⁵. La necessità dell'accesso dei consumatori ai meccanismi ADR è invece sottolineata nel successivo articolo 24⁵⁶.

Nel campo degli strumenti finanziari si scorge, dunque, una forte enfasi sull'applicazione della legge e, nello specifico, sul controllo amministrativo. In particolare, per quanto concerne i servizi di investimento, nel 2004 l'Unione europea ha creato un complesso normativo noto con l'acronimo MiFID I, il quale regola il comportamento delle imprese di investimento e, in particolare, dei gestori patrimoniali, disciplinando l'esecuzione delle transazioni in

⁵⁴ Direttiva 2014/92/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014, sulla comparabilità delle spese relative al conto di pagamento, sul trasferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base.

⁵⁵ Art. 13 (Perdita finanziaria per i consumatori), Direttiva 2014/92/UE: «1. Gli Stati membri assicurano che eventuali perdite finanziarie, compresi le spese e gli interessi, subite dal consumatore e causate direttamente dal mancato rispetto, da parte di un prestatore di servizi di pagamento partecipante alla procedura di trasferimento, degli obblighi a lui imposti dall'articolo 10 siano rimborsate senza indugio da detto prestatore di servizi di pagamento.

2. La responsabilità di cui al paragrafo 1 non si applica in caso di circostanze esterne a chi le adduce, anormali e imprevedibili, le cui conseguenze non si sarebbero potute evitare nonostante ogni diligenza impiegata o nei casi in cui un prestatore di servizi di pagamento sia vincolato da altri obblighi di legge previsti da atti legislativi dell'Unione o nazionali.

3. Gli Stati membri assicurano che la responsabilità di cui ai paragrafi 1 e 2 sia disciplinata conformemente alle prescrizioni giuridiche applicabili a livello nazionale».

⁵⁶ Art. 24 (Risoluzione alternativa delle controversie), Direttiva 2014/92/UE: «Gli Stati membri assicurano che i consumatori abbiano accesso a procedure alternative di risoluzione delle controversie ed efficienti per la risoluzione di controversie riguardanti i diritti e gli obblighi stabiliti ai sensi della presente direttiva. Tali procedure alternative di risoluzione delle controversie e gli organismi che le offrono soddisfano i requisiti di qualità di cui alla direttiva 2013/11/UE».

strumenti finanziari. Ciò al fine di difendere l'integrità e l'efficienza complessiva del sistema finanziario, creando un sistema di autorizzazione per le imprese che forniscono servizi di investimento. Si è così creato un sistema di regolamentazione prudenziale il cui obiettivo è proteggere gli investitori e assicurare il buon funzionamento dei mercati, imponendo tra l'altro obblighi specifici in materia di trasparenza e comunicazione delle operazioni. Dopo la crisi finanziaria, nel 2014, è stata altresì adottata la MiFID II, la quale segue in gran parte gli stessi principi della MiFID I riguardanti la promozione dell'integrità del mercato, la trasparenza e la divulgazione delle informazioni, ma che ha, rispetto a specifici punti, reso più stringenti obblighi e doveri particolari. Dall'intero regime MiFID emerge chiaramente il predominio dell'esecuzione amministrativa e della supervisione pubblica. Esso si basa su un sistema di autorizzazioni preventive e ricomprende, all'interno delle norme di comportamento soggette a controllo pubblico, anche specifici doveri che normalmente rientrerebbero nella relazione contrattuale tra un investitore e un gestore patrimoniale. Per quanto riguarda l'applicazione privata, è invece sorprendente che la MiFID taccia totalmente, non contenendo al proprio interno alcuna norma sulla responsabilità civile. Tuttavia, essa prevede regole molto specifiche riguardanti la conduzione degli affari, le quali assomigliano a doveri di assistenza di diritto privato. Si pensi, ad esempio, all'articolo 19 della MiFID I, che impone agli Stati membri di richiedere alle imprese di investimento di agire «in modo onesto, equo e professionale nel rispetto dell'interesse dei propri clienti». È innegabile come questa e molte altre norme di condotta contenute all'interno del regime MiFID, rivestano un'importanza notevole per il diritto privato. Il dovere di agire nel migliore interesse possibile per il cliente sembra infatti corrispondere a un dovere di lealtà basato sui principi. Sicché, le regole di condotta che tradizionalmente appartengono al dominio del diritto privato sono così trasformate in standard di supervisione, i quali possono avere

significative implicazioni in termini di responsabilità, mutevoli all'interno dei diversi ordinamenti giuridici nazionali.

L'Unione europea si trova, ancora oggi, coinvolta in una continua sfida, volta all'introduzione di norme armonizzate sulla responsabilità civile dei fornitori di servizi finanziari. Nel 2010 la Commissione aveva avviato un processo di revisione della MiFID I come parte delle riforme strutturali volte a istituire un sistema finanziario più sicuro, più trasparente e responsabile, nonché a rafforzare la protezione degli investitori. Si era così proposta, nel documento di consultazione pubblica, l'introduzione di un principio di responsabilità civile per le imprese finanziarie che avevano causato perdite ai clienti attraverso una violazione delle prescrizioni in materia di informazione, idoneità e verifica dell'adeguatezza, degli obblighi di segnalazione, esecuzione e gestione degli ordini dei clienti. Ma questa audace proposta la si è lasciata cadere, a causa della resistenza dell'industria finanziaria e delle divergenze tra gli Stati membri. Dunque, si può concludere affermando che l'approccio che attualmente prevale in ambito europeo non sempre segue un quadro logico⁵⁷, e che l'applicazione al quadro giuridico ed economico di specifici strumenti di esecuzione, ben potrebbe condurre a un approccio più coerente, volto alla creazione di una più solida base per le norme di responsabilità civile all'interno del settore finanziario. Nell'ottica del perseguimento di tale obiettivo, l'Unione europea, con riguardo alla materia concernente i meccanismi di divulgazione delle informazioni, ha così aggiornato il regime del prospetto con un regolamento del 2017⁵⁸, redatto al fine di rafforzare la protezione degli investitori. Esso riguarda il prospetto da pubblicare quando i titoli sono offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, prevedendo che ogni prospetto

⁵⁷ In tal senso, vedi Cherednichenko Olha, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, *European Review of Private Law*, 2015, vol. 4, p. 628-632.

⁵⁸ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, che abroga la direttiva 2003/71/CE.

debba essere approvato dalla rispettiva autorità competente. L'articolo 11, paragrafo 2, definisce il ruolo della responsabilità civile⁵⁹, lasciando la dimensione di esecuzione privata alla discrezione degli Stati membri.

4.1. La responsabilità civile nel settore dei pagamenti e del credito

I sistemi di pagamento costituiscono parte integrante di un'efficiente economia moderna.

Un sistema di pagamento elettronico è in grado di ridurre il costo dello scambio di beni e servizi. È indispensabile per il funzionamento dei mercati monetari e dei capitali.

Un sistema di pagamento debole può rappresentare un serio ostacolo alla stabilità e allo sviluppo di un'economia. Il suo fallimento può implicare un uso inefficiente delle risorse finanziarie, una ripartizione dei rischi iniqua, perdite effettive per i partecipanti e calo di fiducia nell'utilizzo del denaro e nel sistema finanziario generale.

In considerazione dell'importanza rivestita dai sistemi di pagamento ai fini di una sana economia, essi sono stati oggetto di particolare attenzione da parte delle autorità di regolamentazione e dei responsabili politici.

Un obiettivo cardine di politica pubblica in materia di sistemi di pagamento è la riduzione del rischio sistemico, consistente nel possibile "effetto domino" del mancato rispetto degli obblighi di un singolo sistema o di un partecipante dello

⁵⁹ Art. 11, par. 2, Regolamento (UE) 2017/1129: «Gli Stati membri provvedono affinché le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili delle informazioni fornite nel prospetto. Tuttavia gli Stati membri provvedono a che nessun soggetto possa essere chiamato a rispondere in sede civile esclusivamente in base alla nota di sintesi ai sensi dell'articolo 7 o alla nota di sintesi specifica di un prospetto UE della crescita ai sensi dell'articolo 15, paragrafo 1, secondo comma, comprese le sue eventuali traduzioni, a meno che: a) la nota di sintesi sia fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con altre parti del prospetto o b) non offra, se letta insieme con le altre parti del prospetto, le informazioni chiave per aiutare gli investitori al momento di valutare l'opportunità di investire nei titoli».

stesso. Il rischio sistemico costituisce una forma di esternalità negativa⁶⁰, in presenza della quale gli operatori economici non sostengono tutti i costi delle proprie attività e tendono quindi ad assumerle indebitamente. Stante l'entità delle possibili conseguenze economiche scaturenti da tale rischio, le autorità pubbliche si assumono la responsabilità di mitigarlo. Nel caso dei sistemi di pagamento, il rischio sistemico è associato a ben cinque tipi di rischi. Anzitutto, il rischio di credito che concerne il caso in cui un protagonista del sistema finanziario non sia in grado di far fronte compiutamente ai propri obblighi. Poi vi è il rischio di liquidità, ovvero il rischio che un individuo non sia dotato della disponibilità necessaria per ottemperare alle proprie obbligazioni finanziarie in un determinato momento storico, sebbene lo stesso risulti nelle condizioni di adempiere in un momento successivo. Ancora, il rischio giuridico è il rischio di liquidità o di credito causato da incertezze giuridiche, derivanti, ad esempio, da un quadro giuridico carente. Il rischio operativo costituisce invece il rischio che fattori operativi come errori o disfunzioni tecniche causino o aggravino il rischio di credito o di liquidità. Infine, il rischio sistemico corrisponde al rischio dell'incapacità di uno dei partecipanti al sistema di adempiere alle proprie obbligazioni, o un'interruzione del sistema stesso, possano determinare l'incapacità di altri partecipanti o di istituti finanziari di far fronte ai propri obblighi al momento della loro scadenza.

Per fronteggiare tali rischi, il legislatore europeo è intervenuto con la direttiva n. 2007/64/CE del 13 novembre 2007, meglio nota come *Payment Services Directive* (PSD), recepita in Italia con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11. Tale decreto detta, all'art. 1, co. 1, lett. b), una chiara definizione di servizio di pagamento⁶¹ e

⁶⁰ Si tratta di un costo sostenuto da agenti diversi dall'ordinante dell'attività in questione e che non è transitato attraverso i prezzi: Miller Geoffrey P., Cafaggi Fabrizio, *The Governance and Regulation of International Finance*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham UK, 2013, p. 120.

⁶¹ Ai sensi dell'art. 1, co. 1, let. b), d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, si intendono per «servizi di pagamento»: le seguenti attività: 1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2)

individua, relativamente ad esso, precipue regole in materia di trasparenza (art. 34).

Il servizio di pagamento con carta costituisce un servizio offerto a due parti, il titolare della carta e l'esercente, utenti finali di un circuito che coinvolge anche l'istituto di credito che emette la carta e la banca d'affari. Siffatto sistema a quattro parti è realizzato da grandi reti quali MasterCard o Visa, le quali si avvalgono di una fitta rete di cooperazione interbancaria e di trasferimento di denaro. Si ha riguardo a un sistema fondato anzitutto sul rapporto obbligatorio che lega il titolare della carte e l'emittente, rappresentato dalla banca il cui nome compare sulla carta⁶². L'interoperabilità all'interno della rete delle carte di pagamento è garantita da un complesso di norme e statuti che sono state a lungo oggetto di analisi al fine della valutazione circa l'applicabilità delle disposizioni europee in materia di concorrenza ai sistemi di pagamento con carta. Per molto tempo l'incertezza ha regnato sovrana. In particolare, il

servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di ordini di pagamento, incluso il trasferimento di fondi, su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1. esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti una tantum; 3.2. esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3. esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti; 4) Esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1. esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti una tantum; 4.2. esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3. esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti; 5) emissione e/o acquisizione di strumenti di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) esecuzione di operazioni di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l'operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico e il pagamento sia effettuato all'operatore del sistema o della rete di telecomunicazioni o digitale o informatica che agisce esclusivamente come intermediario tra l'utilizzatore di servizi di pagamento e il fornitore di beni e servizi».

⁶² Fondamentalmente, addebitando ai titolari di carta per i servizi offerti dalla carta, "le banche emittenti possono recuperare i costi dei servizi forniti (ad esempio, elaborazione delle transazioni e fatturazione) e guadagnare un margine di profitto", mentre, da parte loro, gli *isuer* generalmente addebitano ai titolari di carta diverse commissioni (ad esempio, commissioni annuali e commissioni di transazione). Inoltre, gli emittenti sono solitamente in grado di attrarre clienti attraverso le carte di pagamento, offrendo loro altri servizi come prestiti o conti correnti: Lista Andrea, *EU competition law and the financial services sector*, Informa Law from Routledge, 2013, p. 147.

problema si è posto con riferimento alle commissioni MIF (*Merchant Interchange Fee*) e alle regole di non discriminazione, da sempre parte integrante di qualsiasi sistema di pagamento con carta⁶³. Se, da un lato, si è rilevato come le stesse costituiscano una evidente restrizione della concorrenza, dall'altro lato, si è evidenziato come, in riferimento ai sistemi di pagamento con carta, le forze della concorrenza operino in modo così peculiare da rendere le regole di non discriminazione e le MIF indispensabili al fine di un adeguato funzionamento delle relative reti. Sino a oggi, tale approccio è stato pressoché condiviso, giustificato in forza dell'obiettivo di salvaguardia dei nuovi sistemi di pagamento, produttivi di possibili effetti benefici su larga scala. Tuttavia, la realtà attuale richiede una nuova valutazione delle implicazioni antitrust, in considerazione dei rapidi cambiamenti intervenuti in campo economico e finanziario. È indispensabile che le autorità di regolamentazione e di concorrenza si pronuncino a riguardo, sancendo l'anticompetitività di tali regole, o dichiarandone definitivamente l'essenzialità.

Per lungo tempo, i mercati dei pagamenti sono stati caratterizzati da una significativa frammentazione tra i singoli Stati membri. Pertanto, si sono sviluppati diversi sistemi di pagamento nazionali, nonostante l'istituzione delle Comunità europee e la nascita di un mercato interno richiedessero un sistema di pagamento integrato europeo. Oggi è in atto un radicale cambiamento, il quale si fonda su due aspetti cardine, la velocità⁶⁴ e l'apertura dell'ecosistema dei pagamenti. Quest'ultima è il portato di un'innovazione normativa, realizzata mediante l'adozione della nuova direttiva europea sui servizi di

⁶³ Al giorno d'oggi, i pagamenti con carta rappresentano il principale mezzo di pagamento utilizzato dai consumatori: Lista Andrea, *EU competition law and the financial services sector*, Informa Law from Routledge, 2013, p. 187

⁶⁴ Il cambiamento di velocità è il risultato dell'evoluzione del mercato, sotto la spinta del cambiamento delle esigenze del cliente. In un mondo in cui siamo sempre connessi i clienti chiedono che i pagamenti abbiamo la stessa rapidità e facilità delle altre esperienze digitali: Sabatini Giovanni, *Verso una nuova infrastruttura digitale*, in *Bancaria*, anno 75, febbraio 2019, n. 2, p. 15.

pagamento⁶⁵ (la *Payment Services Directive 2*, PSD2)⁶⁶. Si ha riguardo a uno strumento di apertura del mercato, con lo scopo di innescare una maggiore concorrenza e innovazione nel settore dei pagamenti. Tale fine viene perseguito imponendo agli istituti di credito di consentire ai fornitori di servizi di pagamento fintech, di accedere ai propri sistemi di pagamento e al vasto *database client*. La PSD2 mira così a raggiungere un delicato e difficile equilibrio tra innovazione nel settore dei pagamenti e garanzia di un elevato livello di protezione dei consumatori. Si ha riguardo a obiettivi non completamente contraddittori, i quali, anzi, si completano a vicenda in modi importanti. La fiducia è componente fondamentale di qualsiasi sistema di pagamento. Allo stesso modo, la protezione del consumatore è fondamentale per garantire un elevato livello di solidità e sicurezza dei sistemi di pagamento. I rischi per la sicurezza riscontrabili nei pagamenti elettronici – rispetto ai quali gli utenti dei servizi di pagamento dovrebbero essere adeguatamente protetti – sono di gran lunga maggiori rispetto a quelli per pagamenti analoghi. Questo è dovuto alla crescente complessità tecnica dei pagamenti elettronici, ai volumi in continua crescita di pagamenti elettronici in tutto il mondo, nonché ai nuovi tipi emergenti di servizi di pagamento. I servizi di pagamento sicuri e protetti costituiscono una condizione vitale per un sistema di pagamento sicuro e affidabile. Per garantire gli stessi, severi requisiti normativi e ampi obblighi dei

⁶⁵ Direttiva (Ue) 2015/2366 del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2015, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE.

⁶⁶ Dal 13 gennaio 2018, il sistema europeo dei pagamenti al dettaglio risulta essere molto più complesso di quanto non lo fosse il precedente sistema di cui alla PSD. L'odierna disciplina si fonda su forme di pagamento del tutto innovative, sempre meno tradizionali (si pensi agli ordinari sistemi di pagamento effettuati mediante l'ausilio di carte o denaro contante) e sempre più tese verso modalità di pagamento elettroniche; quali, soltanto per farne un esempio, quelle aventi ad oggetto l'utilizzo di semplici *device* (smartphone o tablet) forniti di software (APP), che permettono all'utente di effettuare pagamenti on-line in tutta sicurezza e senza particolari limitazioni (se non quelle riguardanti l'«autenticazione rafforzata»): Balsamo Tagnani Sacha, *Il mercato europeo dei servizi di pagamento si rinnova con la PSD2*, in *Contratto e impresa/Europa*, n. 1/2018, p. 623.

prestatori dei servizi di pagamento nei confronti dei loro utenti, accompagnano l'apertura del mercato. Particolare rilevanza, a tal riguardo, è attribuita altresì a precise disposizioni in materia di responsabilità, volte alla tutela dei consumatori rispetto alla maggior parte delle perdite possibili. Inoltre, esse risultano produttrici di molteplici incentivi. Quanto più grande è la responsabilità di una parte per le perdite, tanto più rilevante dovrà essere l'attenzione volta a evitare tali perdite.

Le regole sulla responsabilità costituiscono dunque il fulcro centrale della legge sui pagamenti. Per tale motivo, sono state oggetto di un'importante opera di innovazione all'interno della PSD2. Il testo della direttiva, all'art. 69, impone all'utente di servizi di pagamento specifici obblighi. In particolare, questi è tenuto alla tutela delle credenziali utilizzate dal prestatore dei servizi per l'accesso on-line ai propri conti, così da limitare quanto più possibile i rischi di frode in ipotesi di accessi non autorizzati. Inoltre, è previsto un obbligo di notifica al prestatore o al soggetto da questi indicato, della notizia del furto, smarrimento, uso non autorizzato o appropriazione indebita dello strumento di pagamento, non appena ne abbia contezza. In tali evenienze, ai sensi dell'art. 74 PSD2, il tetto massimo entro il quale l'utente può essere chiamato a sopportare eventuali perdite subite, è stato ridotto da centocinquanta a cinquanta euro. La disposizione in analisi prevede poi due specifiche ipotesi di limitazione della responsabilità in capo all'utente stesso. La norma non si applica né qualora le vicende di cui sopra (smarrimento, furto o appropriazione indebita) non potevano essere notate dal pagatore prima di un pagamento, né qualora l'utente riesca a provare che la perdita sia causata da atti od omissioni di dipendenti, agenti o succursali di un fornitore di servizi di pagamento o di un'entità a cui sono state esternalizzate le attività.

La nuova disciplina in materia di responsabilità, prevista all'interno della direttiva del 2015, può essere dunque divisa in due diversi ambiti di

applicazione soggettiva: la responsabilità facente capo ai prestatori di servizi di pagamento, da un lato, e quella dei relativi utenti, dall'altro. Con riferimento al primo profilo di responsabilità, occorre evidenziare che un fornitore di servizi di pagamento è preposto al controllo e alla riduzione dei rischi connessi al funzionamento del sistema. Egli è responsabile per tutte le perdite derivanti da transazioni di pagamento non autorizzate. Difatti, ai sensi dell'art. 73, co. 1, PSD2, «gli Stati membri provvedono affinché, fatto salvo l'articolo 71, nel caso di un'operazione di pagamento non autorizzata il prestatore di servizi di pagamento del pagatore rimborsi al pagatore l'importo dell'operazione di pagamento non autorizzata, immediatamente e in ogni caso al più tardi entro la fine della giornata operativa successiva a quella in cui prende atto dell'operazione o riceve una notifica in merito, a meno che il prestatore di servizi di pagamento del pagatore abbia ragionevoli motivi per sospettare una frode e comunichi tali motivi per iscritto alla pertinente autorità nazionale competente». Il breve tempo concesso al fornitore per la restituzione della somma, garantisce una effettiva tutela per gli utenti del servizio di pagamento e non può che essere accolta positivamente. Allo stesso modo, l'eccezione prevista a favore del prestatore dei servizi non può che essere considerata ragionevole, in quanto volta a evitare che i pagatori che agiscono in modo fraudolento possano beneficiare di un ulteriore vantaggio legale. In riferimento ad essa, l'obbligo di notifica alle autorità competenti in forma scritta si atteggia quale strumento preventivo, in grado di evitare che i fornitori del servizio di pagamento abusino della possibilità concessagli.

Di poi, la PSD 2 – in conformità con la disciplina dettata dalla PSD 1 – pone a carico degli utenti dei servizi di pagamento, un obbligo di utilizzazione del relativo strumento in conformità con i termini che disciplinano la sua emissione e con gli usi specificati dall'emittente⁶⁷. Il mancato adempimento di questo

⁶⁷ Art. 69, co. 1, lett. a), PSD2.

obbligo, con intenzionalità o colpa grave, provoca lo spostamento di tutta la responsabilità a carico del pagatore⁶⁸. Cioè, se un pagatore che agisce intenzionalmente o con grave negligenza viola i termini e le condizioni per l'uso di uno strumento di pagamento specificato dal suo prestatore di servizi di pagamento, è chiamato a sostenere l'intera perdita per qualsiasi pagamento non autorizzato. L'unica eccezione a questo spostamento di responsabilità si verifica nel caso in cui il fornitore del servizio del pagatore non richieda una forte autenticazione del cliente. Tale soluzione pone però non pochi problemi. In particolare, sino a oggi, ai fornitori dei servizi di pagamento relativamente alla definizione degli obblighi posti a carico degli utenti, è stata riconosciuta ampia autonomia. Ciò ha reso possibile che termini e condizioni per l'*online banking* di diversi istituti di credito contemplassero anche obblighi non idonei a essere addossati a utenti poco esperti di tecnologia. Inoltre, una questione di particolare rilevanza è posta dal concetto di "grave negligenza", con riferimento alla cui qualificazione la PSD1 aveva lasciato ampia discrezionalità ai fornitori di servizi di pagamento. Il concetto di colpa grave non è stato oggetto di armonizzazione a livello europeo, né all'interno della PSD1 né nella PSD2. È facile individuarne le cause. Tale scelta è frutto della constatazione delle diverse esperienze e aspettative relative agli strumenti di pagamento, proprie dei consumatori dei diversi Paesi membri. Tuttavia, solo occasionalmente le varie Corti nazionali si sono spinte nell'individuazione della identificazione della grave negligenza, con riguardo a comportamenti perpetrati dagli istituti di credito. Di conseguenza, essi sono stati muniti anche di tale ampio potere di valutazione. Così, nel tentativo di porre un freno all'autonomia delle banche, la PSD2 ha aggiunto al riguardo un ulteriore requisito. Si è infatti previsto che termini e condizioni disciplinanti l'uso degli strumenti di pagamento, non possano che essere obiettivi, non discriminatori e proporzionati. Occorre a

⁶⁸ Art. 74, co. 1, frase 2, PSD2.

questo punto attendere prima di capire quale effetto riuscirà a produrre tutto ciò.

Tanto premesso, è opportuno precisare che l'allocazione delle perdite tra fornitori di servizi di pagamento e consumatori è solo una parte della storia. Altrettanto importante è l'assegnazione di responsabilità tra fornitori di servizi di pagamento e tra gli stessi e i commercianti. Finora, la *loss allocation* tra i fornitori di servizi di pagamento è stata in gran parte lasciata nelle mani degli ordinamenti nazionali. La PSD2 rappresenta una chiara rottura rispetto all'attuale pratica di *governance* adottata all'interno di molti di essi, fondata sull'introduzione di regole pubbliche atte a ripartire le perdite. Ciò è conseguenza dell'obiettivo perseguito dalla direttiva, di revisione e innovazione radicale del mercato dei pagamenti. Siffatta finalità è perseguita mediante l'introduzione di un nuovo giocatore all'interno di esso, il c.d. fornitore di servizi di pagamento di terze parti (TTP⁶⁹). Si ha riguardo a un nuovo operatore regolamentato che fornisce servizi che si interpongono nella catena di pagamento. Trattasi, in particolare, di servizi di attivazione di pagamento⁷⁰ e di servizi di informazioni sull'account⁷¹, la cui introduzione e regolamentazione consente l'offerta di maggiori opzioni di scelta a vantaggio dei consumatori finali. Contrariamente ad altri fornitori di servizi di pagamento, un TPP non possiede un conto di pagamento e non può in qualsiasi momento entrare in possesso dei fondi da trasferire. Lo strumento normativo utilizzato dalla direttiva europea del 2015 per indurre l'innovazione è l'accesso obbligatorio dei

⁶⁹ *Third Party Providers*.

⁷⁰ *Payment Initiation Service Providers* (PISP). Essi consentono l'esecuzione di un pagamento dal proprio conto nei confronti di un venditore, solo mediante lo sfruttamento di un software ponte tra i due account. È sufficiente, per il trasferimento dei fondi, il solo inserimento delle informazioni necessarie per il trasferimento della somma da corrispondere e la comunicazione al commerciante dell'inizio della transazione. Non è al riguardo necessario l'uso di alcuna carta di credito.

⁷¹ *Account Information Services Providers* (AISP), i quali possono collegarsi all'account per estrarre informazioni di cui si ha bisogno.

TPP ai sistemi di pagamento e ai conti detenuti presso gli istituti di credito, indipendentemente dall'esistenza di un rapporto contrattuale con questi ultimi. Con tale intervento legislativo, la banca ha dunque perso la propria primazia ed esclusività nella relazione con il cliente. Essa è difatti costretta ad aprirsi all'interazione con nuovi soggetti non bancari che offrono servizi ai clienti digitali. Ad essi è garantita la possibilità di accedere ai sistemi di pagamento. A tal fine, saranno opportune ulteriori modifiche normative, poste al servizio di una maggiore sicurezza dei sistemi e di una sempre più adeguata protezione dei consumatori⁷². Intanto, la PSD2 ha stabilito il principio della responsabilità "di prima linea" delle istituzioni finanziarie, in caso di perdite prodotte da transazioni errate. Anche nel caso in cui queste ultime siano realizzate con il coinvolgimento di TPP, le banche sono difatti obbligate al rimborso a favore degli utenti, potendo poi rivalersi direttamente nei confronti del TPP responsabile della perdita. In tal caso, il TPP è tenuto a un immediato rimborso dell'istituto di credito, da effettuarsi al massimo entro un giorno lavorativo. Ciò li rende più accorti nell'evitare potenziali perdite.

Si condivide la soluzione indicata all'interno della direttiva del 2015, idonea a un'adeguata tutela del consumatore. Tuttavia, non deve essere sottovalutato il potenziale impatto negativo della stessa in materia di concorrenza tra fornitori terzi e incentivi. I consumatori potrebbero essere meno interessati alla scelta del TPP più sicuro, sentendosi al riparo. Ciò nonostante, è indubbio che le regole introdotte dalla PSD2, concernenti la responsabilità per le perdite prodotte all'interno dei sistemi di pagamento, giocano un importante ruolo a presidio dell'efficienza, dell'equità e della sicurezza nei mercati. La concreta attuazione

⁷² L'idea di base è che l'elemento di maggior valore della filiera produttiva sia costituito dai dati: la capacità di leggerli in modo orizzontale diventa il vero valore aggiunto dell'economia digitale; il «sistema dei conti di pagamento» assurge esso stesso al ruolo di «infrastruttura essenziale» *sui generis*, con rilevanti impatti sul sistema di relazioni che lega gli operatori: Barbagallo Carmelo, *Fintech: ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, in *Bancaria*, Anno 75, Gennaio 2019, p. 10 ss.

di tali norme all'interno dei singoli ordinamenti nazionali è idonea a produrre uno shock senza precedenti, in grado di coinvolgere l'intero scenario di mercato esistente.

Si assiste oggi alla rapida diffusione di una serie di iniziative europee di standardizzazione di processi e di soluzioni, ai fini di una completa attuazione della PSD2, ma nell'ottica altresì di un futuro che sia in grado, in breve tempo, di andare anche oltre di essa e continuare a progredire. Tali iniziative sono motore e espressione di una rinnovata spinta verso un mercato unico digitale, che può trarre sicuramente beneficio dall'espansione di un'economia sempre più fondata su dati aperti e interoperabili. I progressi avviati nell'ambito dei servizi di pagamento, possono essere estesi a ogni settore economico e sono idonei a dar vita a uno spazio comune all'interno del quale ogni attore può scambiare, su base paritetica, i dati di cui è in possesso, per l'offerta di servizi innovativi a vantaggio di consumatori e imprese.

Solo il mercato potrà consentirci di comprendere la concreta portata di tale innovazione.

4.2. La direttiva sul credito al consumo

Il credito ai consumatori è il contratto di concessione di un credito – sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra facilitazione finanziaria – a un consumatore, persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta (art. 3 cod. cons.)⁷³.

⁷³ La definizione di credito al consumo è data, nell'ordinamento italiano, dall'art. 121, co. 2, TUB, che lo qualifica come «la concessione, nell'esercizio di un'attività commerciale o professionale, di credito sotto forma di dilazione di pagamento, di finanziamento o di altra analoga facilitazione finanziaria a favore di una persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale o professionale eventualmente svolta (consumatore)».

Trattasi di un accordo negoziale dotato di una modesta portata iniziale, legata alla ormai lontana scarsa propensione all'indebitamento. Ciò ha implicato, per lungo tempo, il permanere di un intollerabile vuoto legislativo e giurisprudenziale, a cui si è frapposta la direttiva 87/102/CEE⁷⁴, confluita nell'ordinamento italiano – ai fini di un effettivo coordinamento con la regolamentazione bancaria e finanziaria – all'interno del d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385.

Va al riguardo ricordato che la Commissione Europea ha presentato, con riferimento a tale direttiva, alcune relazioni circa la relativa applicazione e il recepimento nei diversi Stati membri. Sono in tal modo venute alla luce considerevoli differenze tra i vari ordinamenti giuridici nazionali che, rispetto a diverse situazioni giuridico-economiche, ricorrono a strumenti di tutela consumeristica ulteriori rispetto a quelli della direttiva. Ciò è stato considerato sintomo di una rilevante inadeguatezza della stessa.

Le differenze tra le singole legislazioni nazionali sono risultate produttive di un duplice ordine di conseguenze. Esse sono state artefici di significative distorsioni della concorrenza a livello europeo, concreti ostacoli rispetto agli eventuali benefici ottenibili dal consumatore con la conclusione di contratti transfrontalieri. Ne è diretta conseguenza il venire meno del vantaggio derivante dall'operare entro uno spazio, quello europeo, caratterizzato dalla libera circolazione di merci e servizi. Inoltre, siffatte differenze hanno limitato profondamente la diffusione di contratti di credito, in considerazione dell'esistenza di forme di tutela troppo rigide.

Un quadro europeo armonizzato, caratterizzato da un sistema creditizio trasparente e omogeneo, si è affermato dunque come funzionale alla stessa tutela consumeristica. In tale ottica, la direttiva, con riguardo alle questioni

⁷⁴ Direttiva 87/102/CEE del Consiglio del 22 dicembre 1986 relativa al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati Membri in materia di credito al consumo.

dalla stessa armonizzate, ha vietato agli Stati membri norme contrastanti con le stesse. Ciò lo si è ritenuto sintomo di consapevolezza del fatto che, solo la concreta uniformità dello spazio territoriale di riferimento può risultare idonea a garantire un efficace sistema di protezione e ad accrescere la fiducia dei consumatori. La direttiva del 1987 ha ampliato gli strumenti di tutela, così da assicurare le migliori condizioni per una libera circolazione delle offerte di credito. Particolare enfasi, a tal fine, è stata posta sull'obbligo di correttezza, nella fase precontrattuale, a carico del finanziatore, chiamato a valutare il merito creditizio del consumatore e a prestare, nei confronti di esso, la doverosa attività di assistenza e consulenza, necessaria per garantire una reale comprensione e consapevolezza delle proprie scelte. Tale attività – da considerarsi quale necessario presupposto ermeneutico dell'informazione – si esplica altresì in un controllo della effettiva corrispondenza ai reali interessi e alla concreta situazione finanziaria del consumatore⁷⁵.

Se è vero che l'informazione ha costituito, e costituisce ancora oggi, il mezzo maggiormente efficace per addivenire al ripristino di una posizione di reale parità tra i soggetti del rapporto contrattuale, è altrettanto vero che spesso si assiste a una situazione di asimmetria cognitiva, a causa della difficile interpretazione e comprensione delle informazioni ricevute. Il diritto alla educazione⁷⁶ merita di rigorosa tutela, rappresentando una irrinunciabile premessa per la protezione del consumatore.

⁷⁵ L'informazione, difatti, non appare uno strumento di tutela sufficiente a garantire l'effettiva corrispondenza del contratto di credito alle specifiche esigenze del consumatore. In un mercato in piena espansione, risulta essenziale una preliminare e accurata valutazione del merito creditizio da parte dei soggetti offerenti. Nonostante le informazioni precontrattuali, spesso il contraente debole necessita di un'ulteriore assistenza finalizzata all'individuazione, fra i vari contratti di credito possibili, di quello maggiormente adatto alle sue specifiche esigenze e alla sua determinata situazione finanziaria: Vignudelli Leopoldo, *La direttiva Comunitaria in materia di credito ai consumatori*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 241 ss.

⁷⁶ Non esiste molta evidenza empirica in merito alla relazione tra livello di educazione finanziaria e scelta di portafoglio, soprattutto a causa della carenza di *dataset* contenenti informazioni individuali su entrambi gli aspetti. Le evidenze esistenti sembrano mostrare come

L'apparato informativo ed educativo che, nel corso del tempo, si è consolidato a carico del contraente più forte del rapporto obbligatorio⁷⁷, ha condotto lo stesso a una forte responsabilizzazione circa il possibile esito dell'operazione realizzata. Ne è derivato un progressivo ampliamento dei confini della responsabilità civile.

Il legislatore europeo è così tornato a regolare la materia con la direttiva 23 aprile 2008, n. 48, relativa ai contratti di credito ai consumatori, che ha abrogato la precedente direttiva n. 87/102, con effetto dal 12 maggio 2010, termine assegnato agli Stati membri per l'approvazione delle misure di attuazione.

La direttiva del 2008 introduce norme sulla divulgazione delle informazioni, in particolare per quanto riguarda le informazioni precontrattuali. Ai sensi dell'art. 8 della direttiva, «gli Stati membri provvedono affinché, prima della conclusione del contratto di credito, il creditore valuti il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni adeguate, se del caso fornite dal consumatore stesso e, ove necessario, ottenute consultando la banca dati pertinente». Il servizio di consulenza finanziaria deve essere finalizzato non solo a fornire al richiedente tutte le informazioni pertinenti e utili a valutare la possibile proposta dell'intermediario, ma anche a migliorare la preparazione del consumatore circa il prestito cui sta accedendo. Inoltre, essa concede un diritto

livelli superiori di educazione finanziaria siano associati a portafogli più dinamici e maggiormente esposti al rischio, ad esempio tramite una quota di investimento più elevata in titoli azionari. Ciò anche in quanto i soggetti con un livello di conoscenze finanziarie più elevato mostrano una maggiore propensione ad affidarsi a un esperto: Beltratti Andrea – Bezzecchi Alessia, *Comportamenti degli investitori ed educazione finanziaria. Che cosa ne pensano gli intermediari finanziari?*, in *Bancaria*, Anno 75, Aprile 2019, p. 26 ss.

⁷⁷ Dal punto di vista degli obblighi informativi, in Italia, il perno centrale della materia è rappresentato dal tasso annuo effettivo globale (TAEG), finalizzato a quantificare il costo totale dell'operazione a carico del consumatore, tenuto conto degli interessi e di qualsiasi onere che il cliente deve sostenere per utilizzare il credito. Come puntualmente dispone l'art. 123 TUB, il tasso deve sempre costituire oggetto di pubblicità. Completa il quadro delle prescrizioni di carattere formale a tutela del cliente l'obbligo di redazione del contratto in forma scritta, contratto che deve riportare necessariamente tutte le indicazioni elencate dall'art. 124 TUB, «necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito sul mercato, al fine di prendere una decisione informata e consapevole in merito alla conclusione di un contratto di credito».

essenziale ai consumatori, i quali sono autorizzati a recedere dal contratto di credito senza fornire alcuna motivazione entro un periodo di 14 giorni dopo la conclusione del contratto (art. 14). Questo diritto è esteso a un periodo di riflessione eterna nel caso in cui i doveri di informazione vengano violati.

Tale direttiva è stata il frutto di un'intensa attività di armonizzazione avente a oggetto le norme sul credito al consumo⁷⁸. L'opera normativa posta in essere è stata volta alla creazione di un mercato comune del credito ben funzionante e a un'adeguata protezione dei consumatori, al fine di accrescerne la fiducia. La massima armonizzazione caratterizzante la direttiva del 2008, implica l'impossibilità per gli Stati membri, nel settore armonizzato dalla direttiva, di integrare misure di protezione aggiuntive nella propria legislazione nazionale⁷⁹. Non è però stata oggetto di armonizzazione la disciplina concernente i rimedi e le sanzioni da applicare in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate ai sensi della stessa. In particolare, «gli Stati membri dovrebbero adottare le misure appropriate per promuovere pratiche responsabili in tutte le fasi del rapporto di credito, tenendo conto delle specificità del proprio mercato creditizio (...). Gli Stati membri dovrebbero effettuare la necessaria vigilanza per evitare tale comportamento (cioè, di prestito irresponsabile) e dovrebbero determinare i mezzi necessari per sanzionare i creditori qualora ciò si verificasse» (considerando 26). Pertanto, il legislatore stabilisce uno standard di vigilanza e prescrive che spetti agli Stati membri prevedere efficaci norme al riguardo⁸⁰, rispettose dei vincoli di proporzionalità, dissuasività ed efficacia

⁷⁸ Direttiva 2008/48/CEE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito per i consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE del Consiglio, GU L 22 maggio 2008, 133/66 (Direttiva sul credito al consumo, CCD). La direttiva originaria del 1986 era basata sul principio dell'armonizzazione minima.

⁷⁹ Art. 22, direttiva 2008/48/CEE; Corte di Giustizia, 12 luglio 2012, C-602/10, *Volksbank România / Autoritatea Națională pentru Protecția Consumatorilor - Comisariatul Județean pentru Protecția Consumatorilor Călărași* (CJPC), ECLI: EU: C: 2012: 443.

⁸⁰ Art. 23, direttiva 2008/48/CEE (sanzioni): «Gli Stati membri stabiliscono le norme relative alle sanzioni applicabili in caso di violazione delle disposizioni nazionali adottate a norma della

imposti dall'Unione⁸¹. L'applicazione privata della legge sul credito al consumo può avere luogo, da un lato, consentendo ai consumatori di invocare determinati rimedi civili contro un creditore che non abbia rispettato gli obblighi imposti dalla legge, dall'altro, consentendo a determinati soggetti privati (ad esempio, associazioni di consumatori), di richiedere un'ingiunzione con effetto dissuasivo⁸² – in quanto volta a prevenire ulteriori violazioni della legge sul creditore in futuro – o lanciare un'azione collettiva nell'interesse generale dei consumatori. Questi ultimi, inoltre, potranno agire per i risarcimenti dei danni subiti non solo dinanzi a un tribunale, ma anche mediante procedure extragiudiziali, quali le ADR (art. 24). Sicuramente, nel mercato regolamentato, le ADR necessitano di essere considerate con maggiore attenzione nel discorso circa la portata e il contenuto di una legge regolatrice privata che stia all'avanguardia degli sviluppi giuridici europei⁸³.

Soprattutto nei tempi più recenti, si è assistito a un rapido sviluppo del mercato del credito al consumo. La costante innovazione del processo di digitalizzazione è causa di infinite opportunità ma anche di importanti rischi per consumatori e finanziatori. Tale constatazione ha reso sempre più pregnante il bisogno di una valutazione reale circa il funzionamento della direttiva del 2008, la quale, nel corso degli anni, è stata sottoposta a diverse attività di monitoraggio. Nel 2014 è stata redatta la prima relazione, che ha mostrato il mancato rispetto di molte disposizioni della stessa da parte degli erogatori dei finanziamenti. In particolare, si è constatata una generalizzata inottemperanza degli obblighi informativi e di pubblicità. La Commissione

presente direttiva e prendono tutti i provvedimenti necessari per garantirne l'attuazione. Le sanzioni previste devono essere efficaci, proporzionate e dissuasive».

⁸¹ Corte di Giustizia, 27 marzo 2014, C-565/12, *Crédit Lyonnais / Fesih Kalhan*, ECLI:EU:C:2014:190.

⁸² La dissuasività fa riferimento alla capacità di rimedi e sanzioni di scoraggiare eventuali future violazioni. Per essere dissuasivi, i rimedi e le sanzioni devono perlomeno riuscire a privare l'autore della violazione dei benefici ottenuti mediante la stessa. Occorre, a tal fine, considerare i costi e gli incentivi per la vittima a far valere il rimedio e l'effetto concreto di siffatto rimedio.

⁸³ Sirena Pietro, *L'Unione bancaria e il suo impatto sul rapporto tra intermediari e consumatori*, in *Economia e dir. terziario*, 2016, p. 41 ss.

europea ha pertanto evidenziato la necessità di portare avanti una costante attività di monitoraggio sulla effettiva e corretta applicazione della disciplina relativa al credito al consumo. Al riguardo, nel 2017, sulla piattaforma REFIT⁸⁴, è stato adottato un parere, con cui è stata raccomandata alla Commissione una valutazione circa i criteri standard di informazione relativi alla pubblicità, dettati dall'articolo 4 della direttiva 2008/48/CEE. La Commissione, nel proprio piano d'azione, si è impegnata ad analizzare i mezzi più opportuni per agevolare l'accesso transfrontaliero al credito al consumo, garantendo altresì un adeguato livello di tutela dei consumatori. In tale contesto, ha stabilito di effettuare, nel corso del 2019, una compiuta valutazione della direttiva, nell'ottica di una migliore e più efficiente regolamentazione. La consultazione pubblica ha come oggetto l'efficacia, la coerenza, l'efficienza e la pertinenza dell'Unione in materia. L'obiettivo è l'individuazione dei progressi raggiunti e dei costi e benefici registrati in relazione alle diverse parti interessate. La Commissione si è prefissa il fine di analizzare l'idoneità della direttiva al raggiungimento degli scopi in virtù dei quali è stata concepita, per valutare se l'intervento del legislatore europeo nel settore del credito al consumo abbia effettivamente arrecato un valore aggiunto. Non resta che attenderne, curiosi e speranzosi, i risultati.

⁸⁴ La piattaforma REFIT riunisce la Commissione, le autorità nazionali e altre parti interessate in occasione di riunioni periodiche per il miglioramento della legislazione europea e la relativa attuazione nel contesto del programma REFIT.

CAPITOLO SECONDO

PROFILI DI RESPONSABILITÀ CIVILE PER INESATTEZZE SUL MERCATO. L'ORDINAMENTO ITALIANO

1. Una necessaria premessa

Quando parliamo di naturale esplicazione del diritto privato europeo in settori come quello bancario o finanziario, certamente gli elementi principali sono quelli della solidità e della trasparenza, che dovrebbero costituire un'indispensabile fonte di garanzia. Purtroppo però la banca è oggi diventata un rischio da diversificare, mentre in precedenza rappresentava un mero intermediario grazie al quale gestire o evitare rischi. Su questo credo si debba riflettere. Risulta infatti fondamentale comprendere come tale tendenza debba cambiare, anche in considerazione del fatto che così concepito il sistema, che in realtà dovrebbe garantire il contrario, risulta invero assai fuorviante.

In origine, il sistema della *financial economy* veniva organizzato intorno al settore del credito, secondo una logica di assoluta centralità della banca. Il mondo della finanza ha subito però, in particolare negli ultimi anni, trasformazioni radicali che hanno investito le caratteristiche dei prodotti, la natura degli intermediari, la struttura dei mercati.

Non vi è dubbio che l'elemento predominante all'interno di un siffatto scenario in continua evoluzione, è rappresentato dai processi di consolidamento degli operatori su base extranazionale, e, soprattutto, dal definitivo appannarsi dei confini geografici tra mercati sempre più integrati grazie a tecnologie che risultano in grado di annullare qualsivoglia distanza spaziale e temporale. Questi mutamenti hanno implicato un evidente effetto di spiazzamento dei

regolatori che si sono trovati ad adeguare celermente i singoli ordinamenti nazionali per riuscire a ricomprendere e disciplinare i nuovi fenomeni, maturando contestualmente piena consapevolezza dei limiti delle giurisdizioni domestiche e della conseguente impossibilità di realizzare gli obiettivi di trasparenza dei mercati⁸⁵, correttezza e stabilità degli intermediari in una prospettiva squisitamente nazionale.

Per far fronte alla necessità di intervento all'interno di contesti non meramente limitati dai confini statali, l'attività regolatoria è avanzata con ritmo incessante⁸⁶,

⁸⁵ «Trasparenza» è termine polisenso, che assume, nella disciplina bancaria, una molteplicità di significati, secondo i contesti normativi: Di Brina Leonardo – Picardi Francesca, *Il contenzioso bancario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019, p. 3 ss. In particolare, i profili che possono potenzialmente venire in rilievo sono in sostanza due. Da un lato, infatti, sussistono obblighi di trasparenza informativa degli intermediari nei confronti delle autorità di vigilanza; dall'altro, emerge l'attenzione alla chiarezza cui devono essere improntati i rapporti tra la banca o l'intermediario finanziario e la propria clientela. Propriamente, la disciplina sulla c.d. «trasparenza bancaria», oggi contenuta nel Titolo VI del Testo unico bancario, si occupa soltanto del secondo di tali aspetti, mentre le cure del primo trovano adeguata e più puntuale risposta nelle norme che disciplinano i poteri di vigilanza (si pensi, *in primis*, ai poteri di vigilanza informativa di cui agli artt. 52 t.u.b. e 8 t.u.f., cui può aggiungersi l'art. 190 cod. ass.): Urbani Alberto, *La «trasparenza» nello svolgimento dell'attività*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo II, 2010, p. 759 ss. Si veda, in materia di trasparenza, anche Barengi Andrea, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 2, pt. 1, p. 143 ss.: il quadro della disciplina di trasparenza – da molti ormai individuata come sede della disciplina generale dei contratti bancari, in termini che quindi richiedono una particolare attenzione – è oggi mutato radicalmente. Si tratta di un insieme di fonti assai articolato (e altresì frammentario, incoerente e talora contraddittorio), ove, come nel diritto europeo dei consumatori, l'«attenzione per il particolare» rischia di far «sfuggire l'insieme». (...) L'espressione trasparenza, che è un'espressione comune tanto ai settori regolati quanto alla più generale disciplina dei rapporti con i consumatori, assume, come pure è noto, diversi significati. In linea generale, essa si riferisce, in senso proprio, alla chiarezza e comprensibilità nella redazione del contratto (art. 35, co. 1, c. cons.), ma si estende poi a contemplare, in termini più lato, altri vincoli di forma (i vincoli di forma in senso proprio e i c.d. vincoli di forma-contenuto) e gli obblighi di comportamento (obblighi di informazione, di avviso, di salvaguardia) e, inoltre, in termini ancora più estesi, all'intero complesso della disciplina della correttezza nei rapporti contrattuali con la clientela, e in questo senso il Titolo VI e le Disposizioni della Banca d'Italia appaiono espliciti. Con l'espressione trasparenza, in senso lato intesa, ci si riferisce direttamente anche al controllo del contenuto del contratto e alle misure di riequilibrio delle asimmetrie non solo di informazione ma anche di posizione, di potere contrattuale, di obblighi e diritti dal contratto scaturenti.

⁸⁶ Sommando il quadro normativo (comprese le disposizioni fiscali) nazionale e quello europeo, negli ultimi cinque anni le banche italiane hanno dovuto adeguarsi a più di 500 misure normative (circa 2 a settimana): Morbidelli Giuseppe, *Note e riflessioni sui temi del convegno*, in *Il*

sino a giungere a minare la stessa certezza dei rapporti giuridici, creando una forte barriera contro ogni forma di investimento⁸⁷. Concorrono alla diffusione di tale stato di incertezza sia la proliferazione di norme – di per sé fucina di inevitabili contraddizioni –, sia l’abuso di una disciplina per valori, operante sulla base del ricorso a clausole indeterminate, come la “sana e prudente gestione”.

Progressivamente, l’assetto della regolamentazione finanziaria e della organizzazione della disciplina dei controlli si è orientato verso la ricerca di *standard* uniformi e di efficaci strumenti di coordinamento, idonei a garantire un equilibrato funzionamento dei mercati europei e internazionali⁸⁸.

modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro, a cura di Giuseppe Morbidelli, Cesifin on line, marzo 2016, p. 5 ss.

⁸⁷ L’exasperazione protezionistica ha comportato il sovraccarico normativo di quest’ultimo con la previsione di ulteriori e specifiche regole di condotta alla cui violazione sono ricollegate sanzioni di diversa natura (pre-contrattuale, contrattuale ed extracontrattuale) a seconda del momento in cui si verifica la condotta illecita. Il che, nella logica di standardizzazione del rapporto con gli investitori, ha comportato la marginalizzazione della componente personalistica, o comunque di «individualizzazione» del rapporto fiduciario, che dovrebbe costituire il *quid pluris* per la salvaguardia degli interessi degli investitori e, tramite essi, per la tutela dell’integrità del mercato: Greco Fernando, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 1 marzo 2018, p. 755 ss.

⁸⁸ Sul lungo e travagliato percorso che ha condotto a questi cambiamenti esiste ormai ricchissima letteratura, ma possono individuarsi due chiavi di lettura in grado di sintetizzare, senza alcuna pretesa di completezza, gli effetti sull’ordinamento della finanza. Il primo riguarda la nascita di un ambiente regolamentare dove proprio la nascita di una uniformità delle normative che potesse facilitarne l’applicazione in sistemi tra loro molto diversi, ha prodotto discipline caratterizzate da un elevato livello di informalità ed elasticità, qualcuno per descrivere questo fenomeno ha efficacemente utilizzato l’espressione *soft law*, al cui interno convivono regole di fonte pubblica e di fonte privata (la *self-regulation*). D’altronde, era questa una sorte di strada obbligata per soddisfare l’esigenza, sempre più sentita, di una reale armonizzazione delle regole dei mercati finanziari dove, la circolazione sempre più rapida degli investimenti rende, appunto, ormai obsolete le norme statuali. (...) All’interno del nuovo sistema di regolamentazione, ed è questa la seconda chiave di lettura, è emersa una profonda modifica degli assetti di controllo sugli intermediari: la vigilanza, infatti, ha cambiato stile, abbandonando, per una serie di ragioni anche queste note e studiate, un approccio prescrittivo, che finiva con l’essere nel contempo troppo invadente ed inefficace, riconoscendo e valorizzando l’autonomia dei vigilati nella loro capacità di autodisciplina: Vella Francesco, *Realtà e prospettive del mercato unico dei servizi finanziari dopo la crisi*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 1 ss.

Negli ultimi decenni, l'Unione europea ha lanciato diverse iniziative volte a raggiungere la trasparenza, la stabilità e la fiducia dei consumatori all'interno dei mercati finanziari. L'ossatura propria delle regole di trasparenza, tipicamente nazionale, si è così intrecciata con regole armonizzate che hanno contaminato la disciplina di trasparenza vigente all'interno dei singoli ordinamenti nazionali⁸⁹. Tale contaminazione si è mostrata funzionale alla garanzia d'effettività delle medesime regole di trasparenza⁹⁰, nell'ottica di una più generale politica europea di tutela dei consumatori, la cui importanza è aumentata in modo significativo in particolare negli ultimi anni⁹¹. Al riguardo,

⁸⁹ All'uopo, si consideri l'importanza rivestita – tra i tanti – dal d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, con cui è stata recepita nell'ordinamento italiano la direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2002/65/CE del 23 settembre 2002 in materia di «commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori». Trattasi di un'importante serie di prescrizioni riguardanti, da un lato, gli obblighi informativi verso il cliente-consumatore, dall'altro, il diritto di recesso di questi, qualora il suo esercizio sia offerto mediante tecniche di comunicazione a distanza.

⁹⁰ Nel segmento mobiliare, invece, la disciplina coordinata nel TUF e nei conseguenti regolamenti deriva da una pervasiva matrice europea, che geneticamente pone in relazione sinergica le regole dell'impresa e dei contratti, per i quali prevede tecniche di negoziazione idonee a perseguire finalità comune a quella delle regole d'impresa, declinata come “integrità dei mercati” (art. 21 TUF). La stessa genesi del TUF si lega al primo significativo intervento di armonizzazione del segmento mobiliare (cc. dd. Direttive Eurosim, nn. 92/22 e 93/6) è solo una tappa intermedia verso “una rifondazione complessiva della disciplina sul mercato mobiliare, con l'obiettivo di supportare la crescita e lo sviluppo del mercato finanziario italiano”. Il TUF ha incontrato – fra le molte altre – le rilevanti innovazioni introdotte a seguito delle direttive MiFID: la MiFID I di recente, la MiFID II 2014/65/UE e connesso regolamento MIFIR 600/2014 (e conseguente d. lgs. n. 129 del 2017, in vigore dal 3 gennaio 2018). Dalla matrice europea derivano gli spazi per il ruolo preponderante delle banche nel segmento mobiliare. Ruolo discendente, in primo luogo, dal riconoscimento della loro possibilità di operare come intermediari mobiliari a tutto campo, oggi porta all'art. 18 TUF che riserva l'attività di prestazione professionale di servizi di investimento nei confronti del pubblico in favore delle imprese di investimento (SIM) e delle banche, entrambe sottoposte alle medesime regole: Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, p. 89 ss.

⁹¹ La mancanza di tutela dei consumatori nella recente crisi finanziaria ha dimostrato che vi è una particolare necessità di promuovere la tutela dei consumatori nei servizi finanziari in tutti gli Stati membri dell'UE, il che ha anche alimentato importanti cambiamenti nel diritto contrattuale dell'UE: Gressler Ann-Chantal, *Financial crisis and general contract law*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 117 ss. Secondo l'Autrice, la modifica della vigilanza bancaria europea e delle direttive sulla tutela dei consumatori hanno fatto importanti passi avanti verso una maggiore armonizzazione europea, ma ciò non basta. Sono necessarie ulteriori azioni, volte altresì a risolvere definitivamente il problema relativo alla regolamentazione, stabilendo a chi tocchi la stessa e a quale livello.

tra i principali obiettivi perseguiti dalla Commissione europea, si annovera l'adeguamento progressivo delle direttive europee esistenti in materia di tutela dei consumatori, passando da misure di armonizzazione minima, a misure di armonizzazione massima⁹². Un adeguato livello di protezione dei consumatori, richiesto dall'articolo 38 della Carta di Nizza e dall'articolo 114, par. 3, del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), non può essere perseguito solo attraverso disposizioni di diritto sostanziale, ma necessita anche di meccanismi procedurali idonei a garantire l'effettivo rispetto del diritto all'interno dei singoli ordinamenti nazionali. Purtroppo però, ancora oggi, è possibile constatare la carenza di adeguate norme procedurali realmente efficaci all'interno degli Stati membri⁹³.

Nell'ordinamento italiano è ormai unanimemente condivisa, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, una interpretazione estensiva dell'art. 30 TUF – che meglio assicura la tutela del consumatore – in forza proprio dell'articolo 38 della Carta dei diritti fondamentali. Tale norma impone il rispetto di «un livello elevato di protezione dei consumatori», e, di conseguenza, impone di interpretare le norme ambigue nel senso più favorevole a questi ultimi⁹⁴.

⁹² Ma la prospettiva dell'armonizzazione massima pone l'ulteriore difficoltà di individuare i limiti entro i quali è possibile introdurre precetti integrativi nelle aree non espressamente armonizzate, con particolari difficoltà di perimetrare queste ultime e di individuare l'area in cui può essere ammessa l'interpretazione analogica: Barenghi Andrea, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 2, pt. 1, p. 143 ss.

⁹³ Tra le principali ragioni di questa mancanza di efficacia figurano l'eccessiva durata dei procedimenti civili e gli elevati costi procedurali in relazione a valori piuttosto modesti delle domande in questione: Kramme Malte, *Stress testing of European law of consumer jurisdiction. Coherence of the existing rules and their impact on the level of consumer protection*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 147 ss.

⁹⁴ Anche le SS.UU. della S.C. (cfr. sent. n.13905/13), peraltro, nella *ratio* del suindicato art. 38 della Carta dei diritti, si sono espresse a favore di una interpretazione estensiva nella individuazione delle diverse tipologie di servizi d'investimento, resi dall'intermediario, alle quali garantire la tutela del citato art. 30 T.U.F.

Ciò è testimonianza del significativo impatto che la legislazione europea ha avuto – e continua ad avere – sul diritto civile nazionale⁹⁵. È del resto noto che l'art. 169 TFUE individui proprio nella garanzia di un «livello elevato di protezione dei consumatori» un principio o, comunque, una norma di carattere programmatico. Siffatto principio esprime in una norma primaria, una tendenza legislativa in atto a livello europeo sin dagli anni ottanta⁹⁶ e, poi, consolidatasi nei primi anni novanta, con la pubblicazione della direttiva sulle clausole abusive nei contratti con i consumatori e, contestualmente, mediante la prima direttiva sulla prestazione dei servizi di investimento.

Nel corso del tempo, una moltitudine di regolamenti e direttive, relativi a settori fondamentali del diritto contrattuale nazionale, sono stati adottati all'interno dell'Unione. Si è registrato un sempre maggiore dinamismo e una sempre più attenta cura nell'interesse dei consumatori. Sono state al riguardo emanate una serie di direttive, in materia di vendita a distanza, vendita porta a porta e crediti al consumo. Si ricordino, a tal proposito, *“the Market Abuse Directive”*, *“the Prospectus Directive”*, *“the Transparency Directive”*, *“the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”*. Esse forniscono il quadro di riferimento per l'adozione di un maggior numero di atti legislativi di carattere sempre più tecnico. Tali direttive sono state attuate nell'ambito della procedura di

⁹⁵ La crisi finanziaria ha causato nuovi problemi nelle relazioni di diritto privato, ha aumentato i problemi esistenti e ha gettato nuova luce sui vecchi problemi. In ogni caso, gli avvocati privati devono affrontare questi problemi. La maggior parte di questi problemi, tuttavia, non appaiono a livello europeo, ma a livello del diritto privato degli Stati membri - o almeno in un primo momento sono stati discussi a livello degli Stati membri. Pertanto, prima di passare al diritto privato europeo, vale la pena di soffermarsi un attimo a esaminare l'impatto della crisi finanziaria sul diritto privato degli Stati membri: Hellwege Phillip, *Is European private law going through a crisis? The current situation of European private law after the Financial crisis*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 110

⁹⁶ Alpa Guido, *Quando il segno diventa comando: la trasparenza dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2003, I, p. 467. Sul punto, *ex multis*, vedi anche, Rescigno Pietro *“Trasparenza” bancaria e diritto “comune” dei contratti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1990, I, p. 297 ss.; Gaggero Paolo, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, a cura di Capriglione, in *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, p. 388 ss.

comitatologia ampliata, la cosiddetta "procedura Lamfasully", procedura legislativa caratterizzata da una particolare rapidità e flessibilità⁹⁷. Tali direttive sono espressione di una finalità strategica perseguita sia a livello europeo che nazionale, consistente nella creazione di regole certe e comuni, volte ad assicurare consono tutela al risparmiatore ed effettiva consapevolezza dei rischi che deve poter decidere liberamente di assumere.

Il mercato finanziario può crescere e produrre ricchezza solo all'interno di un contesto in cui libertà e certezza delle regole comuni e delle relative interpretazioni, riescono a giungere a un giusto e duraturo equilibrio. Non c'è altro modo per garantire un concreto sostegno allo sviluppo delle imprese, passando attraverso l'afflusso del capitale privato e la salvaguardia degli investimenti.

Proprio in siffatto contesto e per il perseguimento di tali obiettivi, ha preso vita il diritto del mercato finanziario⁹⁸, il cui ambito di applicazione per lungo tempo è stato quello del paese in cui l'attività finanziaria è stata posta in essere, senza tenere conto della nazionalità dell'operatore o del paese in cui esso abbia sede. Il carattere sempre più transnazionale caratterizzante le operazioni finanziarie, ha fatto sì che la *grundnorm* del diritto del mercato finanziario dovesse essere ricercata nei principi portanti della legislazione europea e non in quelli propri dei singoli Stati membri.

⁹⁷ L'Unione europea è l'esempio tipico, forse inimitabile, di una costruzione pragmatica che ha definito con tempi e modalità dettati dalle esigenze i propri organi istituzionali. Non si può individuare un "metodo comunitario" o un processo sistemico di governo del sistema in atto. Infatti il Comitato Lamfalussy, che ha modificato la procedura disciplinante la normazione, le procedure di attuazione e anche l'entrata in vigore delle norme negli Stati membri, ne è una dimostrazione: Vincenzi Stefano, *Mercato finanziario e direttive europee. Le nuove regole in materia di market abuse, OPA e prospetti*, Bancaria editrice, 2005, p. 41 ss.

⁹⁸ Il diritto del mercato finanziario è quell'insieme di norme, che discendono da leggi, regolamenti e codici, emanate con l'intento di costruire un contesto di certezze per coloro che operano sul mercato finanziario, siano essi autorità di controllo, istituzioni, emittenti, collocatori o sottoscrittori: Vincenzi Stefano, *Mercato finanziario e direttive europee. Le nuove regole in materia di market abuse, OPA e prospetti*, Bancaria editrice, 2005, p. 13 ss.

Il graduale processo di cambiamento che ne è derivato, è risultato caratterizzato da vivaci dibattiti e attente analisi. Una serie di riflessioni circa la regolamentazione finanziaria hanno focalizzato l'attenzione degli esperti del settore. La più rilevante ha sicuramente riguardato la necessità di una regolamentazione. Si tratta di una questione che raramente è stata trattata al netto di ulteriori valutazioni soggettive. Molti studiosi hanno manifestato al riguardo pregiudizi, in parte poiché inclini a modelli di mercato di autoregolamentazione e, in altra parte, in quanto convinti dei possibili effetti distorsivi e degli irragionevoli costi propri della stessa.

Tuttavia, progressivamente, la base teorica di un più sentito bisogno di intervento pubblico in materia economica si è sempre più insistentemente affermata, spinta dal bisogno pregnante di correzione delle imperfezioni del mercato e, in particolare, della iniqua distribuzione delle risorse. Ne sono scaturiti tre obiettivi fondamentali di intervento pubblico: il perseguimento della stabilità, l'equità nella distribuzione delle risorse e l'uso efficiente di tali risorse.

La regolamentazione del sistema finanziario può essere dunque concepita come un caso di controllo pubblico sull'economia dotato di una particolare rilevanza. L'accumulo di capitale e l'allocazione delle risorse finanziarie rappresentano un importante aspetto del processo di sviluppo economico tipico di una nazione. Le peculiarità che contraddistinguono l'intermediazione finanziaria e gli operatori che esercitano tale funzione, motivano l'esistenza di un più attento sistema di controllo rispetto a diverse forme di attività economica.

Nel corso del tempo, l'esigenza di una regolamentazione particolarmente stringente per le banche e gli altri intermediari finanziari si è giustificata sulla base di differenti e variegate motivazioni, fondate sull'esistenza di peculiari

forme di fallimento del mercato all'interno del settore creditizio e finanziario⁹⁹, idonee a minare la fiducia dei risparmiatori e a provocare inevitabilmente una crisi del sistema finanziario.

Soprattutto negli ultimi decenni del secondo millennio, si è tentato di far fronte a tali problemi attraverso un'intensa attività di autoregolazione, mediante la quale creare regole e principi che consentano agli operatori finanziari l'adempimento del loro mandato nei confronti dei consumatori dei servizi creditizi e finanziari nel miglior modo possibile. Si è fatto dunque perno sull'autoregolamentazione, forma disciplinare del mercato finanziario che riconosce, nella formazione delle norme, ampi spazi d'intervento a coloro che operano all'interno dei mercati stessi¹⁰⁰. Alla base di ciò vi è la volontà di dare vita a un nuovo paradigma dispositivo che ponga al centro le forme di organizzazione e le modalità operative degli intermediari. Essa è strettamente connessa all'affermazione di un nuovo ordine e di una logica che «qualifica il mercato non più come luogo economico, ma bensì come istituto giuridico, affidato alla benefica spontaneità degli interessi»¹⁰¹.

L'autodisciplina ha assunto, nel corso del tempo, un ruolo fondamentale, concretizzandosi in un complesso normativo che, muovendosi di pari passo con

⁹⁹ La giustificazione economica classica dell'interferenza dello Stato in un mercato è che il mercato non riesce ad allocare le risorse in modo efficiente. Il mercato dei capitali, in particolare, può fallire per una o più ragioni. Può, ad esempio, fallire a causa di un'informazione asimmetrica o, per essere più espliciti, perché il risparmiatore, cioè l'offerente di fondi di capitale, non è a conoscenza delle esigenze, dell'identità, del profilo di rischio o della competenza degli offerenti di fondi di capitale, come i promotori di progetti di investimento di capitale: Dunnet Roderick, *Horizontal consolidation of financial supervision: impact on the operations of the European investment bank*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 457 ss.

¹⁰⁰ Con il termine autoregolamentazione o autoregolazione «si designa genericamente, quando ci si riferisce al comportamento economico, l'adozione da parte degli attori economici di certe regole di condotta nelle relazioni reciproche oppure nei confronti di terzi sul mercato e nella società, regole il cui rispetto è frutto di un accordo tra gli stessi attori, senza meccanismi coercitivi esterni»: punto 3.2 del parere del Comitato economico e sociale europeo sul tema "Autoregolamentazione e coregolamentazione nel quadro legislativo dell'UE", del 4 settembre 2015.

¹⁰¹ Irti Natalino, *Codice Civile e società politica*, Bari, 1995, p. 65; ID., *Scambi senza accordo*, in *Riv. tri. dir. e proc. civ.*, 1999, I, p. 24.

le leggi ordinarie, le completa e le integra. Ne è derivato che, ai tradizionali strumenti di produzione legislativa si sono affiancati, sempre più, meccanismi provenienti dalla società civile, produttivi di regole vincolanti tanto quanto quelle prodotte dal Parlamento. Conseguentemente, il sistema delle fonti dell'ordinamento italiano, ha visto crearsi un nuovo ordine, all'interno del quale, a leggi ordinarie, decreti legislativi, decreti legge, si sono affiancati provvedimenti promanati dalle Autorità del settore (Banca d'Italia, Consob, Isvap, Antitrust) contenuti all'interno di codici di autodisciplina, predisposti da associazioni di categoria e adottati da organismi internazionali.

Oggi è dunque possibile rinvenire all'interno dell'ordinamento finanziario italiano una pluralità di formanti dotate di valenza normativa. Il riferimento non è solo agli atti emanati dalla Consob e dalla Banca d'Italia, dotati di particolare capacità di persuasione, ma anche agli indirizzi elaborati dall'IOSCO¹⁰² e dal *Financial Stability Forum*. In tale contesto, particolare rilevanza è rivestita altresì dai principi dell'Unione europea, sanciti all'interno dei Trattati, nonché degli atti di diritto derivato, quali le direttive europee che, sebbene siano costituiti da principi collocabili a livello di costituzione materiale, rivestono comunque un'importanza cruciale nella creazione delle norme primarie di diritto nazionale. Tra tali norme, particolare rilevanza è rivestita nell'ordinamento italiano dal TUF, d. lgs. del 24 febbraio 1998 n. 58, di attuazione della legge delega 6 febbraio 1996 n. 52, a cui è ascrivibile un'importante sistematizzazione del panorama normativo sino a quel momento esistente. Si ha riguardo a un *corpus* unitario di riferimento del settore dei mercati finanziari, fondato sulla tecnica di legislazione per principi, in forza della quale la legge si limita esclusivamente a definire le linee-guida e le norme fondamentali, mentre le norme specifiche – abbondanti nella complessa

¹⁰² *International Organization of Securities Commissions*, associazione di organizzazioni proprie di un centinaio di Paesi, sorta nel 1983 con l'obiettivo della promozione di rigorosi standard di funzionamento dei mercati mobiliari e *futures*.

congerie di regole precedenti al TUF – sono delegate al potere regolamentare del Ministero dell'Economia, della Banca d'Italia e della Consob. Tale ripartizione assume i caratteri di una immensa opera di delegificazione di sistema. Con riferimento ad essa, non è mancata la voce di quanti hanno rinvenuto nel rapporto intercorrente tra legge e regolamento, la medesima tecnica propria della relazione tra legge di delega e decreto legislativo, con la sola differenza del carattere permanente della delega, non esercitabile solamente *una tantum*.

Ne deriva un "sistema a matriske", all'interno del quale gli articoli del TUF rappresentano solo la scatola, l'involucro esterno il cui contenuto è costituito dalle disposizioni regolamentari rinviate. La Consob, nella propria attività di emanazione di norme secondarie, risulta limitata unicamente da una specifica disposizione di rinvio – talvolta dalla scarna portata –, e dalle norme di costituzione economica, comprensive dei principi del TUF aventi rilievo costituzionale. Non si può prescindere dal rispetto di tali vincoli, soprattutto se si considera che il potere dei regolamenti della Consob concerne a volte materie molto ampie e incide su diritti e libertà fondamentali. Tali regolamenti, insieme a quelli della Banca d'Italia, rientrano dunque a pieno titolo tra le fonti del diritto, così come le relative deliberazioni di altro genere, fonti di diritto immediatamente vincolante. Sono inoltre dotate di effetto normativo, anche se non vincolanti, le iniziative di *moral suasion*, espressioni di orientamento e valutazioni autorevoli rivolte ai mercati in generale e ai relativi operatori¹⁰³.

L'esperienza delle economie finanziarie maggiormente evolute, insegna che l'efficienza dei mercati e le garanzie di tutela sono più facilmente perseguibili se le norme di legge si limitano alla definizione dei principi di cornice della

¹⁰³ La *moral suasion*, pur non costituendo l'esercizio di un potere, in quanto non vincola il destinatario della persuasione, ha una dimensione sociale e per certi aspetti pubblica. Vi è una sanzione reputazionale collettiva quando chi ne è destinatario decide di prendere un'altra strada: Lucchini Stefano – Zoppini Andrea, *Vigilare le banche in Europa. Chi controlla il controllore?*, Passigli editori, 2019, p. 6.

disciplina, rinviando, per la disciplina specifica a fonti secondarie del diritto, così come alla *soft law*¹⁰⁴. Tuttavia, un insormontabile limite alla delegificazione è posto dalla riserva di legge stabilita dall'art. 41 Cost. che, insieme all'articolo 47 Cost., riveste un ruolo chiave in materia. Tale articolo, nell'incoraggiare e tutelare il risparmio «in tutte le sue forme» e nel sancire un particolare favore per l'accesso del risparmio popolare all'investimento azionario, rappresenta il vertice kelseniano della legislazione nel settore dei mercati finanziari, insieme a una serie di principi fondamentali, quali la correttezza dei comportamenti, la tutela degli investitori, la trasparenza, la stabilità e il corretto funzionamento del sistema finanziario.

Di certo, l'ordinamento di una sana economia finanziaria, non può corrispondere solo a un congegno a comandi, sebbene dettagliato e redatto sulla base di una tecnica sopraffina. Grande importanza è rivestita altresì dalle regole di *self regulation*¹⁰⁵ che – non già per imposizione dall'esterno, quanto piuttosto per mero senso di responsabilità professionale – gli attori del settore dei servizi finanziari decidono di assegnarsi sotto forma di speciali codici di condotta.

¹⁰⁴ La *soft law*, che nasce nel diritto internazionale pubblico e si sviluppa specialmente nel diritto dell'Unione europea, affonda storicamente le sue radici nella distinzione tra comandi e consigli, per cui, mentre il destinatario del comando è obbligato ad eseguirlo, il destinatario del consiglio è libero di scegliere se eseguirlo o meno, «ossia si trova in quella situazione che i giuristi chiamano facoltà»; oppure, se si preferisce, affonda storicamente le sue radici nella distinzione tra *commands*, ossia regole riconosciute vincolanti per la loro forma, e *precepts*, regole vincolanti in seguito alla convinzione della bontà del loro contenuto e alla autorevolezza del soggetto che le pone: Ramajoli Margherita, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 2, 2018.

¹⁰⁵ La *self regulation* costituisce esercizio di autonomia privata e ricorre quando un gruppo di soggetti e/o una formazione sociale esponenziale di tale gruppo fissano autonomamente regole che li riguardano. Essa s'identifica prevalentemente nella elaborazione di standard da parte di soggetti privati che spontaneamente s'impegnano ad osservarli e che possono poi essere seguiti anche da terzi sempre in virtù di una scelta volontaria. (...) Utilizzando la nozione allargata di settore dei mercati finanziari, che include le società quotate, sono esempi di *self regulation*, risalenti nel tempo, specie in alcuni ordinamenti stranieri, i codici di comportamento in materia di governo societario emanati da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, rivolti agli emittenti italiani quotati nei mercati regolamentati domestici, e contenenti raccomandazioni di buona *governance* societaria, sulla cui adesione volontaria o non adesione deve essere data informativa al mercato: Ramajoli Margherita, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 2, 2018.

Rivestono una funzione di garanzia, al riguardo, le norme di cornice del TUF, con il rigore delle proprie norme, insieme alle disposizioni provenienti dall'ordinamento europeo. Esse costituiscono una solida barriera contro possibili degenerazioni del mercato e crolli della certezza del diritto.

Peculiarità e tecnicismo contraddistinguono dunque l'attività bancaria e finanziaria, i cui caratteri peculiari e il cui costante mutamento richiedono il ricorso a forme regolamentari volte a una maggiore flessibilità e semplificazione, onde evitare la creazione di criteri statici, inconciliabili con un settore, quale quello finanziario, in costante cambiamento e progressione. In tale ottica, la grande emersione di sensibilità consumeristica e concorrenziale ha prodotto, anche nell'ordinamento italiano, una risposta legislativa a tale dato. Sono stati introdotti adeguati elementi di protezione nei confronti del cliente. Ciò ha avuto una significativa ricaduta anche sulle discipline di portata generale, focalizzata sulla protezione di specifiche categorie di soggetti.

Nel corso dei decenni, si è dunque consolidata una normativa fondata su un articolato intreccio di fonti nazionali e sovranazionali, che hanno condotto alla creazione di diverse serie normative, le quali convergono a disciplinare la posizione dei clienti in maniera frantumata e con differenti gradi di tutela.

È il TUB¹⁰⁶ che rende possibile enucleare l'obiettivo perseguito dalla legge con riferimento «alla sana e prudente gestione dei soggetti vigilati, alla stabilità complessiva, all'efficienza e alla competitività del sistema finanziario nonché all'osservanza delle disposizioni in materia creditizia» (art. 5). Tale disciplina è stata ispirata, sin dai primi anni '90, dalla illusoria convinzione che l'investitore si attesti sempre quale soggetto razionale e diligente¹⁰⁷. Ed è partendo da tale –

¹⁰⁶ Testo Unico Bancario Decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia). Versione aggiornata al decreto-legge 25 marzo 2019, n. 22, convertito, con modificazioni, dalla legge 20 maggio 2019, n. 41.

¹⁰⁷ In questa architettura, gli spazi per il ricorso al principio di autoresponsabilità sono del tutto erosi, in nome proprio di quel paternalismo normativo che impone il dettame per cui il contraente meno informato sia alla mercé del partner professionale, senza alcuna possibilità di

indimostrato – assunto che si è creato un sistema di protezione dell'investitore totalmente basato su una dettagliata informazione. Tale sistema di tutela potrebbe essere considerato efficace se nella realtà concreta ogni informazione venisse fornita; se la stessa venisse letta, compresa e ricordata; e se, infine, da essa scaturissero scelte di investimento razionali. La chiarezza si atteggia dunque quale corollario indefettibile del dovere d'informazione, avente il fine, insieme a quest'ultimo, di far fronte alle possibili asimmetrie informative esistenti tra risparmiatore e intermediario.

Tuttavia, numerosi studi condotti nel campo della finanza comportamentale, hanno evidenziato che quasi mai i comportamenti posti in essere dall'uomo dinanzi a una scelta economica, possano essere considerati razionali¹⁰⁸. Finalmente si sta tenendo conto di tali studi anche nell'ordinamento italiano, all'interno del quale, per troppo tempo, il legislatore ha svolto la propria attività sulla base di falsi miti quali la razionalità assoluta dei processi decisionali e la corrispondenza tra disinformazione e debolezza. In forza degli stessi, una smisurata attenzione è stata posta alla creazione di un onere informativo dal contenuto sempre maggiormente incisivo, volto alla tutela dei risparmiatori, qualificati come soggetti ontologicamente deboli. Siffatta debolezza origina da una carenza informativa produttiva di una asimmetria che è compito dell'intermediario – soggetto forte – colmare, condividendo il proprio

addurre una prova contraria, poiché la disinformazione è intesa quale criterio inconfutabile. Si crea, quindi, una relazione sinallagmatica tra l'autonomia e la responsabilità dell'impresa e l'inconsapevolezza, la «insanabile miopia», la «razionalità ineludibilmente limitata» del soggetto fruitore del servizio, che vive nel mercato senza essere protagonista delle dinamiche di quest'ultimo: Greco Fernando, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Responsabilità civile e previdenza*, fasc. 2, 1 febbraio 2017, p. 0398B.

¹⁰⁸ Tali errori scaturiscono dai c.d. *bias* (pre-giudizi derivanti dalle informazioni possedute, non corroborati da elementi logicamente connessi, che ne influenzano le scelte individuali da un punto di vista emotivo e della percezione) e dalle c.d. euristiche (scorciatoie mentali che permettono di assumere decisioni di fronte a problemi complessi o a informazioni incomplete). Questi deficit comportamentali possono oggi considerarsi codificati. L'ancoraggio, l'ipersicurezza, l'autoattribuzione, la disponibilità, l'effetto contesto, sono solo alcuni dei prototipi dell'agire umano in campo economico che ormai non possono più essere ignorati.

vantaggio conoscitivo¹⁰⁹. Tuttavia, troppo spesso, il regolatore non ha adeguatamente tenuto conto delle innumerevoli variabili caratterizzanti le condotte umane dinanzi a potenziali rischi, perdite e guadagni. Il legislatore, in più occasioni, ha mostrato mancanza di consapevolezza circa l'esistenza delle differenti componenti che caratterizzano indissolubilmente la figura dell'investitore. Anzitutto, non ha considerato le potenziali conseguenze negative scaturenti da un eccesso di informazione¹¹⁰. A livello di sperimentazione cognitiva, è ormai dimostrato che a un maggior numero di informazioni corrisponde una più alta quantità di ipotesi formulate a livello cerebrale durante il percorso di selezione, con una ridotta visuale sulla realtà concreta. Dunque, a più informazioni, non corrisponde sempre una migliore capacità di analisi. Anzi, un eccesso di informazione corrisponde, nella maggior parte dei casi, a una carenza di informazione. Al riguardo, un importante ruolo è svolto altresì dalla relativa tipologia, nonché dalla percezione soggettiva propria di ciascun individuo relativamente alle parole lette e ai dati ascoltati. È evidente dunque che, seppure risulti indispensabile un adeguato regime di tutela degli investitori, esso non può spingersi sino a deresponsabilizzare totalmente gli stessi rispetto alle eventuali conseguenze delle proprie scelte di investimento¹¹¹. Occorre che piena contezza di ciò sia assunta non solo dal

¹⁰⁹ La questione della tutela del contraente debole, specie con riguardo al consumatore, oggi viene posta con modi meno paternalistici che in passato e deve fare i conti con il vecchio brocardo *dormientibus, non vigilantibus iura non succurrunt* che sanziona la trascuratezza e l'inerzia. Sicché il problema centrale diviene quello di articolare disposizioni poste a garanzia della libertà contrattuale, senza indulgere in eccessive benevolenze: Gaggero Paolo, *La trasparenza del contratto: per un'analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Giuffrè, 2011, p. 63.

¹¹⁰ L'eccesso d'informazione può condurre a un'eccessiva sicurezza (*overconfidence*), che determina una sottostima delle variabili del fenomeno. Il predetto fenomeno favorisce una sottostima dei rischi non solo da parte delle persone meno esperte, ma anche dei c.d. professionisti del rischio. L'*overconfidence* può essere ricondotta, oltre che all'euristica della rappresentatività, anche a quella dell'ancoraggio: Liace Gianfranco, *La nozione di chiarezza nel diritto bancario e dei mercati finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 1 dicembre 2017, p. 967.

¹¹¹ Le scelte dell'investitore si sviluppano tra il dato normativo e quello cognitivo, che non sempre si caratterizza per la sua razionalità. L'investitore sceglie un determinato prodotto non

legislatore, ma anche dalla giurisprudenza che, in ambito finanziario, ha svolto un'attività integrativa delle lacune caratterizzanti la normativa di settore, talmente intensa e penetrante, da far sì che alla stessa venisse attribuito un ruolo «quasi-normativo»¹¹². Non vi è dubbio che importanti risultati possano conseguire dallo sfruttamento delle lodevoli facoltà interpretative che le sono proprie, ma a questo non deve conseguire la traduzione del diritto finanziario in un diritto giurisprudenziale. Ciò sarebbe intollerabile. È difatti indispensabile che le controversie vengano risolte prima dell'intervento dei giudici.

Sicuramente, il legislatore è dotato di tutti gli strumenti necessari per garantire una risposta adeguata già a livello normativo, mediante molteplici strumenti e modalità. Attenti regimi di divulgazione potrebbero al riguardo rivestire un ruolo cruciale, aumentando la fiducia degli investitori e, dunque, l'efficienza allocativa dei mercati. Purtroppo però, ancora oggi, nel settore finanziario è possibile riscontrare una rilevante asimmetria informativa¹¹³. Gli intermediari risultano maggiormente informati non solo relativamente al sistema in cui operano, ma anche inevitabilmente con riguardo a sé stessi e alle relative attività, competenze e intenzioni. Ciò costituisce un tipico esempio di fallimento del mercato. Anche se ormai è pacificamente dimostrato che un consumatore perfettamente informato altro non è che una panacea e che la regolamentazione non può far altro che aspirare a un'informazione adeguata¹¹⁴, in un mercato perfetto i consumatori dovrebbero essere dotati di un'informazione perfetta. Per

in relazione al contenuto normativo del contratto, bensì al risultato che si attende in relazione all'attività negoziale sottostante: G. Liace, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impresa società*, anno XXXVII, 2018, n. 3, p. 447 ss.

¹¹² Definizione data da Bassan Fabio, *La riforma della regolamentazione bancaria. Dalla discrezionalità delle scelte a una flessibilità di sistema*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 385.

¹¹³ Il diritto europeo dei mercati finanziari ha collegato la tutela dell'investitore al problema delle asimmetrie informative, conformemente alla impostazione della *Securities regulation* statunitense: Andenas Mads – Chiu Iris H-Y, *The foundations and future of financial regulation: governance for responsibility*, Londra, 2014, p. 22 ss.

¹¹⁴ Cartwright Peter, *Understanding, awareness and deposit insurance*, in *Financial crisis management and bank resolution*, a cura di Raymond Labrosse John, Olivares Caminal Rodrigo, Singh Dalvinder, Informa, Londra, 2009, p. 141 ss.

il perseguimento di tale obiettivo – anche se neanche lontanamente possibile – una particolare attenzione dovrebbe essere posta sulla necessità di più intense attività di alfabetizzazione finanziaria, volta a una reale comprensione del sistema finanziario¹¹⁵. In presenza di asimmetrie informative¹¹⁶, si potrebbe tentare una sensibilizzazione attraverso campagne educative e pubblicitarie che tengano conto del contesto giuridico e dei diritti dei consumatori.

È indispensabile altresì considerare che, con riferimento alle scelte di investimento dei diversi investitori incidono sicuramente diversi soggetti. Tra i tanti, si considerino gli intermediari finanziari, gli analisti, i revisori contabili, gli emittenti, le agenzie di rating¹¹⁷, nonché la stampa specializzata. Non si è mai posta in essere, però, all'interno del mercato dell'informazione finanziaria, una valutazione complessiva dell'operato di tutti. Ognuno di questi soggetti risulta assoggettato a uno specifico regime di responsabilità proprio della categoria di appartenenza. Ne deriva che la valutazione concernente il rischio collegato alla

¹¹⁵ Inoltre, poiché le asimmetrie nell'informazione sono colossali sui mercati finanziari, soprattutto tra le istituzioni finanziarie e i consumatori di servizi finanziari, c'è anche un grosso problema legato ai costi di transazione (in senso lato) della raccolta di informazioni, della contrattazione di prodotti finanziari, del monitoraggio delle attività e dell'effettiva protezione legale contro comportamenti illegali, sleali o opportunistici. Un insieme di regole legali offerte al consumatore che chiede un risarcimento non è sufficiente in questo caso per ovvi motivi (in particolare quando l'accesso alla giustizia è costoso o i costi amministrativi proibitivi). L'unico modo per garantire efficienza e fiducia è una stretta vigilanza sulle borse, sul sistema bancario e sulle società quotate in borsa. Solo in questo modo è possibile garantire un'informazione adeguata, la minimizzazione dei costi di transazione e la fiducia del mercato. Tuttavia, dobbiamo sottolineare quanto sia difficile non solo evitare la cattura normativa, ma anche creare istituzioni che servano il benessere sociale generale e non gli interessi acquisiti del settore dei servizi finanziari: Hatzis Aristides N., *A law and economics framework for financial regulation*, in *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, a cura di Weiss F., Kammel Armin U, Brill – Nijhoff, Nijhoff international trade law series, 2015, p. 37

¹¹⁶ I mercati finanziari falliscono non solo a causa dell'asimmetria dell'informazione, ma anche perché generano esternalità. L'attività bancaria dipende dalla fiducia per il suo successo e, laddove tale fiducia si perde, ne possono derivare esternalità sotto forma di rischio sistemico. Se vengono adottate con successo misure per affrontare l'asimmetria informativa, ciò potrebbe potenzialmente aumentare il rischio sistemico: Cartwright Peter, *Understanding, awareness and deposit insurance*, in *Financial crisis management and bank resolution*, a cura di Raymond Labrosse John, Olivares Caminal Rodrigo, Singh Dalvinder, Informa, Londra, 2009, p. 141 ss.

¹¹⁷ Alpa Guido, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2013, p. 71 ss.

distribuzione di informazioni distorte, risulta limitata alla mera analisi delle fattispecie concrete oggetto di controversie giurisprudenziali. Conseguenza diretta potrebbe essere il rischio di una non adeguata distribuzione delle responsabilità concorrenti. A comprova di ciò, è sufficiente effettuare una ricognizione delle disposizioni del TUF per rilevare, all'interno del processo che la legge individua per la diffusione dell'informazione al mercato, la presenza di una moltitudine di soggetti sottoposti a differenti discipline, in considerazione del relativo ruolo rivestito. Ciò ha comportato il sorgere del problema relativo alla natura solidale o parziaria dell'obbligazione risarcitoria.

Da una parte, le caratteristiche proprie della fattispecie e il dettato della legge non sembrano lasciare margini di dubbio, essendo palese che, allorquando il fatto dannoso risulti imputabile a più persone, dovrebbe pacificamente trovare applicazione l'art. 2055, co. 1, c.c., con conseguente applicazione del regime di solidarietà¹¹⁸. A tal fine, presupposto necessario è solo l'unicità dell'evento lesivo, la quale «deve essere valutata esclusivamente con riferimento alla posizione soggettiva del danneggiato e non anche intesa come identità delle azioni degli autori del danno ovvero delle norme giuridiche da esse violate»¹¹⁹.

Tuttavia, nell'intento di evitare il fenomeno della *deep pocket*¹²⁰, non sono mancati tentativi volti a una ricostruzione della responsabilità in termini di parziarietà. Sul piano normativo, emblema di tale tendenza è l'art. 94, co. 8, TUF che, in espressa deroga al regime solidale, sancisce la responsabilità *pro quota* dei soggetti partecipanti alla redazione del prospetto, chiamati a rispondere per i danni subiti dall'investitore «ciascuno in relazione alle parti di

¹¹⁸ Perrone Andrea Paolo, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 53 ss.

¹¹⁹ Cass., 2.07.1997, n. 5944; Franzoni Massimo, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, in *La responsabilità civile*, Torino, Utet, IX, 2009, p. 950 ss.

¹²⁰ Per cui individuato il soggetto economicamente più solido il risarcimento viene a gravare soltanto su quest'ultimo: Montalenti Paolo, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, Il Mulino, 2002, p. 255 ss.

propria competenza». Tale regime di responsabilità parziaria è stato ipotizzato, da parte della dottrina, anche con riguardo alle agenzie di rating. Tali ricostruzioni non appaiono però meritevoli di condivisione.

2. La responsabilità civile degli intermediari finanziari

All'interno dei mercati finanziari, non sempre l'incontro tra domanda e offerta di prodotti di investimento e di risparmio può essere regolato mediante operazioni dirette tra due soggetti. La figura dell'intermediario finanziario, con le molteplici forme di espressione che le sono proprie, riveste al riguardo un ruolo cruciale, svolgendo una decisiva funzione di mediazione tra le parti, relativamente a una transazione finanziaria. Banche commerciali, di investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione, società finanziarie e di gestione del risparmio, fondi di investimento, sono solo alcuni dei soggetti che nell'ordinamento italiano operano in qualità di intermediari finanziari. Essi risultano in grado di collegare i c.d. centri di formazione del risparmio (di solito, individui e famiglie) – dotati di un surplus finanziario più o meno significativo –, con unità in deficit finanziario (di solito imprese che intendono investire), trasformando il risparmio in produttivi investimenti.

Per gli intermediari finanziari, la possibilità di porre in essere servizi d'investimento è soggetta ad espressa autorizzazione da parte della Banca d'Italia (art. 19, co. 4, TUF). Al riguardo, è posto un duplice ordine di limitazioni. Da un punto di vista oggettivo, essa concerne solamente due specifiche aree di servizi, la negoziazione di strumenti finanziari derivati e il collocamento di strumenti finanziari per conto di emittenti terzi. Sul versante soggettivo, invece, tale possibilità è concessa unicamente agli intermediari

iscritti in apposito elenco previsto dall'art. 106 TUB, così come modificato dal D.lgs. n. 141/2010¹²¹.

Il contratto avente ad oggetto l'intermediazione finanziaria è una struttura negoziale complessa, la quale si articola in diverse fasi. Anzitutto, vi è la fase iniziale di stipula del c.d. contratto quadro, la cui funzione è di dettare la disciplina generale del rapporto posto in essere tra cliente e intermediario. L'attuazione di tale rapporto avviene poi mediante l'esecuzione dei singoli ordini di investimento impartiti dal risparmiatore.

I contratti di intermediazione finanziaria sollevano acutamente il problema relativo alla distinzione tra obbligazioni di mezzi e obbligazioni di risultato sottostanti ai servizi di investimento¹²². Sebbene, difatti, l'attività richiesta agli intermediari – rientranti secondo autorevoli giuristi nella categoria dei mandatari – appare volta al perseguimento di risultati ben definiti nella mente di chi conferisce l'incarico, nella concretezza del proprio operato, l'intermediario – a causa delle peculiarità proprie del servizio offerto e del relativo oggetto (risparmio, denaro, strumenti finanziari) – non riesce ad offrire altro che i mezzi idonei al raggiungimento di siffatti risultati.

A tal proposito, fondamentale importanza è rivestita dall'elemento del rischio¹²³.

¹²¹ La previsione riequilibra uno svantaggio concorrenziale cui soggiacevano gli intermediari in parola, ai quali la riserva d'attività in favore di SIM e banche precludeva la possibilità di prestare servizi funzionali allo svolgimento delle proprie attività: Antonucci Antonella, *Diritto delle banche*, Quinta edizione, Giuffrè, Milano, 2012, p. 128

¹²² Intanto, di certo, proprio i servizi di investimento e le attività sui mercati finanziari sottolineano una caratteristica dell'obbligazione in generale: se l'interesse del creditore non si realizza se non per l'attività del debitore (così ribadendo la differenza dai diritti reali, in quanto il soggetto attivo del rapporto obbligatorio non può raggiungere un bene se non con la cooperazione di altro soggetto, ad essa obbligato), *a fortiori* l'attività sui mercati finanziari esige l'intermediazione di altri soggetti, e precisamente di coloro che professionalmente offrono servizi di investimento: Mastropaolo Eugenio Maria, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 437 ss.

¹²³ Circa la natura dei rischi (...) è emerso che "l'intermediazione" non vale ad eliminare tutti i rischi in capo all'investitore, ma, se non altro, permette allo stesso di evitare quelli derivanti

Nell'economia moderna, valutazione e controllo del rischio sono divenuti i pilastri di sostegno di una sana e prudente gestione dell'attività finanziaria¹²⁴. Al riguardo, se da un lato l'innovazione finanziaria e la crescente integrazione dei mercati, hanno consentito l'offerta di servizi sempre più adeguati alle esigenze dei singoli clienti, dall'altro hanno altresì accresciuto la complessità delle operazioni e la relativa rischiosità.

Innegabilmente, l'attività di intermediazione finanziaria è sottoposta a un rischio fisiologico, il cui dominio è indipendente dal volere del singolo intermediario. Ciò rappresenta una barriera rispetto a quanto si può effettivamente pretendere dallo stesso e costituisce un fattore che non può essere trascurato nel processo di esonero della relativa responsabilità.

Viene dunque naturale dubitare della importanza stessa della distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, la cui linea di confine diviene particolarmente sottile in un settore, quale quello finanziario, in cui è possibile riscontrare una fitta concatenazione di eventi, strettamente dipendenti l'uno dall'altro.

Sicuramente, in ogni caso, gli intermediari finanziari possono essere qualificati come professionisti¹²⁵, tenuti ad offrire tutta la propria professionalità, concretizzata in specifiche e doverose obbligazioni¹²⁶. Il rischio

dalla sua imperizia: Mastropaolo Eugenio Maria, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 437 ss.

¹²⁴ L'esperienza operativa ha condotto all'identificazione di tre famiglie di rischi. Anzitutto, vi sono i rischi di credito, i più classici tra i rischi, connessi all'ipotesi di fallimento del cliente. Poi, abbiamo i rischi di mercato, strettamente dipendenti dalla crescente complessità e integrazione dei mercati. Infine, meritano menzione i rischi operativi, prodotti dall'assenza di conformità alle disposizioni di legge e da malfunzionamenti dei sistemi informatici su cui si fonda la tempestiva esecuzione delle transazioni.

¹²⁵ L'attribuzione di tale qualificazione affonda le proprie radici non già in usi rilevanti socialmente, bensì nella legge.

¹²⁶ Al di là di uno specifico contratto (tipico, tipico con obbligazioni aggiuntive o del tutto atipico), le obbligazioni del professionista possono essere distinte in obbligazioni *erga omnes* e obbligazioni specifiche verso la propria controparte: tra queste ultime vanno ricordate la lealtà, la buona fede e la diligenza nell'esecuzione del contratto; la ricerca e la necessità di una sua

nell'adempimento di tali obbligazioni può derivare da cause dipendenti dall'investitore, così come dall'intermediario, ma può anche essere intrinsecamente imprevedibile¹²⁷. Basti pensare alla particolarità delle vicende che hanno coinvolto le società del Gruppo Lehman, vittime di uno dei crack più importanti nella storia finanziaria statunitense, culminato, il 15 settembre 2008, nella dichiarazione di fallimento della quarta banca d'affari degli Stati Uniti d'America.

Con riguardo alle operazioni di investimento consistenti nell'acquisto di obbligazioni Lehman Brothers, la giurisprudenza italiana è stata concorde nell'escludere eventuali responsabilità degli operatori qualificati per mancata prospettazione, nei confronti degli investitori, dell'imminente *default* delle società del Gruppo Lehman.

Si è ritenuto, difatti, che non è dato in alcun modo apprezzare la potenziale ascrivibilità di omissioni di informazione aventi efficacia eziologica rispetto al pregiudizio in concreto sofferto dagli investitori. È ben vero che negli ultimi

cooperazione nella fase pre-contrattuale, in quella dell'esecuzione del contratto, e, infine, in quella post-contrattuale (per es. nell'informazione e nel consiglio successivo alla fase contrattuale, oppure nella dettagliata rendicontazione a conclusione del mandato); nell'esecuzione ad arte, personale o comunque sotto la propria responsabilità di quanto dedotto nel contratto; nell'obbligo di informarsi per informare a propria volta e consigliare il cliente al meglio delle conoscenze del professionista medio; nella capacità di superare difficoltà impreviste, ma non imprevedibili, cioè nell'eseguire le proprie obbligazioni non in maniera standardizzata, ma per compiere l'interesse del cliente, facendo fronte anche a ciò che, pur uscendo fuori dall'ordinario, non entra nel campo dell'impossibilità; nella fedeltà all'incarico ricevuto o agli impegni presi; nel privilegiare i suoi interessi; nel tenere comportamenti trasparenti tali da permettere sempre di giustificare e mostrare la propria attività, in una prospettiva anche di raffronto con altri professionisti: Mastropaolo Eugenio Maria, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 437 ss.

¹²⁷ La sicurezza del risultato, favorevole all'investitore, in definitiva creditore di un *facere*, può essere data mediante l'ulteriore strumento contrattuale assicurativo, che può rassicurare da rischi, che dipendano da eventi dannosi di dimensioni inaudite: recenti avvenimenti internazionali hanno in proposito richiamato acutamente l'attenzione delle Compagnie di Assicurazione; l'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici (ANIA), nella relazione del suo Presidente all'Assemblea annuale del 2002, ha espresso le sue valutazioni e proposte: Mastropaolo Eugenio Maria, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Giuffrè, Milano, 2003, p. 541 ss.

mesi precedenti all'ammissione delle società del Gruppo Lehman alle procedure concorsuali, si era registrata una flessione delle quotazioni in borsa dei titoli emessi da tali società. Tuttavia, è parimenti vero che, nel medesimo periodo, e sino al *default*, il mercato, se da una parte aveva iniziato ad avvertire i segnali di crisi della banca d'affari statunitense, dall'altra aveva anche dato ampio credito alle notizie relative agli interventi posti in essere dalla stessa Lehman per risanare la situazione, nonché all'interesse espresso da numerose istituzioni finanziarie per l'acquisizione delle società del predetto Gruppo. Peraltro, non si era neppure escluso un possibile intervento delle Autorità federali, come era già accaduto con altre banche statunitensi. Ancora, la stampa specializzata, nel luglio 2008, pur evidenziando la profonda crisi che aveva colpito la suddetta banca, aveva riferito essere state aumentate «le disponibilità liquide dell'istituto portandole a 45 miliardi di USD (da 34 del trimestre precedente)» il che avrebbe dovuto essere «sufficiente a garantire tutti gli impegni» della Lehman Brothers per i successivi 12 mesi, «mettendola quindi al sicuro (...) da eventuali tentativi (almeno per il momento) da parte del mercato di "forzare" la situazione in negativo». Era stato inoltre messo in risalto che «una conferma indiretta di quanto sopra si ... (era) ... avuta nelle ultime settimane, quando nonostante insistenti voci di crisi di liquidità, Lehman ... (aveva) ... mantenuto tutti gli impegni finanziari senza nemmeno richiedere finanziamenti di emergenza alla FED». Alla fine di agosto 2008, sul mercato si poneva in adeguato risalto l'offerta della banca Korean Development Bank (Kdb) per l'acquisizione della Lehman. Peraltro, anche dopo il venir meno di tale offerta, il fallimento dell'emittente veniva comunque escluso in relazione alle notizie di salvataggio della banca d'affari da parte di altre istituzioni finanziarie, come la Bank of America e la Barclays. Perfino alla data del 10 settembre 2008 il Financial Times, in merito alla probabilità di *default* della Lehman Brothers, riferiva che quest'ultima, a differenza di altre istituzioni

finanziarie come la Bear Sterns, aveva l'appoggio delle autorità americane tramite la Federal Reserve («*Unlike Bear, it already has the authorities standing behind it, thorough its access to Federal Reserve's funding window*»). D'altro canto, oltremodo significativa veniva ritenuta la circostanza che le obbligazioni emesse dalle società del Gruppo Lehman avessero conservato, presso le principali Agenzie internazionali di rating, una valutazione di buona affidabilità fino alla data del *default*, tanto che l'effettivo declassamento dei titoli di debito emessi dalla banca d'affari statunitense avveniva solo dopo che la stessa presentava domanda di ammissione alla procedura concorsuale. Sulla base di tali considerazioni, la giurisprudenza italiana ha ritenuto che non fosse possibile avere contezza dell'imminente tracollo delle società del Gruppo Lehman e, dunque, della inadeguatezza o della elevata rischiosità dell'investimento in titoli di debito emessi da tali società. Infatti, la semplice flessione dei prezzi dei titoli, se accompagnata dalla stabile permanenza di un rating positivo presso le Agenzie internazionali – come avvenuto per le obbligazioni Lehman – non può ritenersi circostanza tale da indurre gli intermediari a formulare una valutazione di rischio in termini negativi. Per di più, si è evidenziato che i predetti titoli erano stati inseriti e mantenuti nell'elenco dei titoli 'sicuri' raccomandati dal Consorzio Patti Chiari, ossia nell'elenco delle obbligazioni a basso rischio e a basso rendimento, che prendeva in considerazione, tra i parametri di inclusione dei titoli nel suddetto elenco, proprio la bassa volatilità dei prezzi delle obbligazioni stesse.

Tale situazione imprevedibile ha portato ad escludere, nell'ordinamento italiano, qualsivoglia possibilità di addebitare una qualche responsabilità per omessa comunicazione delle variazioni del livello di rischio delle obbligazioni Lehman Brothers. Si ha riguardo a un tipico caso di rischio imprevedibile, che mostra solo una delle innumerevoli cause che risultano idonee a far entrare in crisi il rapporto tra investitore e intermediario. Con riferimento ad esse, in

Italia, si è tentato di porre in essere una classificazione quanto più possibile esaustiva.

Al riguardo, il primo gruppo di cause comprende ogni errore accidentale causato da negligenza, ignoranza o imperizia di regole interne, esterne o di buon senso che sovrintendono all'esecuzione corretta delle obbligazioni gravanti sull'intermediario (art. 1176 c.c.), da valutarsi in relazione alla prevedibilità ed evitabilità del danno nella complessiva situazione di fatto in cui esso si è prodotto. Tale errore è idoneo a influire sulla professionalità del servizio prestato e, di conseguenza, a tradire le legittime aspettative dell'investitore, il quale può agire per il risarcimento dei danni che prova di aver subito. Spetterà eventualmente all'intermediario provare, ai sensi dell'art. 23, co. 6, TUF, «di aver agito con la specifica diligenza richiesta».

La seconda ripartizione di ipotesi patologiche è comprensiva, invece, di tutte le eventualità invocate dagli investitori al verificarsi di episodi incidenti negativamente sui propri patrimoni, anche indipendentemente dal riscontro di una effettiva violazione di regole di giudizio contenute nel contratto, nell'ordinamento o nella deontologia richiamata dalla normativa o recepita all'interno dello schema negoziale. Si ha riguardo, in particolare, a errori di valutazione delle aspettative personali, a inottemperanze di doveri di consulenza o di informazione gravanti sull'intermediario e ad aspettative soggettive prive di riscontro nella realtà. Sono dunque ricomprese, all'interno di tale gruppo, diverse fattispecie di mancato rispetto degli obblighi contrattuali che, nella fase genetica del rapporto, così come in quella esecutiva, portino a conoscenza dell'investitore elementi di giudizio incidenti sulle proprie scelte di investimento

Sicuramente, ciascuna di tale ipotesi necessita di una valutazione concreta relativa al caso specifico. È difatti indiscutibilmente troppo rischioso prendere una posizione che prescindenda dalle caratteristiche proprie del caso concreto ed,

eventualmente, dalla considerazione della regola cui l'intermediario abbia inteso uniformarsi¹²⁸. Tuttavia, come criterio generale, non si dimentichi che l'attività degli intermediari finanziari è un'attività professionale e, pertanto, «la diligenza richiesta deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata» (art. 1176, co. 2, c.c.). Proprio siffatto rigoroso criterio di diligenza – non corrispondente alla normale diligenza del *bonus pater familias*, bensì alla speciale diligenza professionale, filtrata attraverso le disposizioni proprie dell'ordinamento finanziario – conduce a ritenere che, ai fini della responsabilità civile, è possibile qualificare come mancanza di diligenza professionale, l'inosservanza degli specifici vincoli e restrizioni cui il legislatore abbia inteso assoggettare proprio detta attività, al fine di assicurare una sana e prudente gestione, nonché di contrastare l'esecuzione di operazioni avventate¹²⁹. L'inoculata gestione del credito, tale da travalicare i limiti di rischio tollerabili, è difatti idonea a incidere, con effetti deleteri, sugli equilibri economici e, in particolare, sui mercati finanziari¹³⁰.

¹²⁸ Né la valutazione della condotta ai fini della responsabilità civile non potrebbe giammai dirsi esaurita per il solo fatto di essere incensurabile sul piano amministrativo. Le implicazioni di tale rilievo si apprezzano soprattutto ove si ricordi che la normativa di vigilanza omette pressoché completamente di considerare l'elevato coefficiente rischio insito in una politica creditizia che sia magari assolutamente oculata e prudente dal punto di vista del banchiere e della stabilità del sistema finanziario, ma tuttavia non fondata su di un criterio di adeguatezza del finanziamento alle condizioni patrimoniali e reddituali dello stesso soggetto sovvenzionato: Viscusi Amalita, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Giuffrè, Milano, 2004, p. 84 ss.

¹²⁹ Un recente orientamento, sensibile al generale dibattito sulla rinascita degli *status* sostiene che dallo *status* dell'impresa bancaria si possono desumere particolari obblighi la cui violazione è posta a fondamento della responsabilità di tale particolare soggetto. In particolare si rileva che nel commercio bancario è possibile individuare una serie di "obblighi di protezione" derivanti dallo *status* professionale della banca in considerazione l'organica normativa che regola l'attività bancaria. La questione, a ben vedere, coinvolge tematiche di carattere generale, che non è possibile affrontare in questa sede, quali l'interpretazione della clausola generale dettata dall'art. 1173, ult. part., c.c. e la individuazione di regole di condotta di fonte non negoziale che possono tuttavia determinare responsabilità, anche di tipo contrattuale: Giorgianni Francesco – Tardivo Carlo Maria, *Diritto bancario. Banche, contratti e titoli bancari*, Giuffrè editore, Milano, 2006, p. 486

¹³⁰ Di Sabato Daniela, *Riflessioni sparse sui gruppi: direzione unitaria, rapporti intragruppo, rapporti creditizi di gruppo*, in *Riv. dir. impr.*, 1995, p. 277 ss.

Poste tali doverose premesse, è innegabile che, a causa del delicato ruolo ricoperto¹³¹, gli intermediari devono essere disposti ad accettare ulteriori responsabilità fiduciarie. Tale ultima locuzione non deve però essere fraintesa. Il problema non consiste, difatti, in un necessario aumento delle relative responsabilità, quanto piuttosto nella loro definizione. Un'interpretazione eccessivamente estensiva degli obblighi posti a carico degli intermediari potrebbe condurre a un'eccessiva incertezza circa i confini della responsabilità e a interpretazioni fuorvianti, idonee a produrre il perverso effetto di paralisi dell'operatività degli operatori più attenti all'osservanza delle regole. Ciò sarebbe inaccettabile.

3. La responsabilità per violazione degli obblighi di informazione

All'interno del mercato finanziario, l'informazione si atteggia quale strumento fondamentale per l'incontro tra domanda e offerta. Nella moderna realtà dei traffici, essa ha assunto un'importanza notevole. Si pensi, tra i tanti, al ruolo ricoperto ai fini della determinazione del prezzo dei prodotti scambiati¹³². Ciò

¹³¹ Gli intermediari sono il primo *gatekeeper* dei mercati¹³¹, cioè «*reputational intermediaries who provide verification and certification services to investors. These services can consist of verifying a company's financial statements (as the independent auditor does), evaluating the creditworthiness of the company (as the rating agency does) assessing the company's business and financial prospects vis-à-vis its rival (as the securities analyst does) or appraising the fairness of a specific transaction (as the investment banker does in delivering a fairness opinion). Attorneys can also be gatekeepers when they lend their professional reputations to a transaction (...)*»: Coffee John C., *What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's*, Columbia Law School, Working Paper, n. 214, January 20, 2003; Coffee John C., *Understanding Enron. It's about the Gatekeeper Stupid*, Columbia Law School, Working Paper, n. 207, July 30, 2002.

¹³² Nel pacifico presupposto definitorio che un mercato si caratterizza in relazione ai prodotti che vi si scambiano, tratto peculiare del mercato finanziario è dato dal fatto che i prodotti ivi scambiati sono privi di una loro materialità, in quanto costituiti dagli stessi veicoli contrattuali attraverso cui l'impresa finanziaria svolge la propria tipica attività produttiva. (...) Sul mercato finanziario sono, dunque, scambiati contratti che – pur nelle cennate diversità – restano omogeneamente caratterizzati dalla natura di contratti d'impresa, contratti che costituiscono gli strumenti di organizzazione dell'offerta dell'intermediario. Ciò implica, in primo luogo, che parte necessaria del contratto sia un intermediario finanziario; diversamente, il contratto non si qualifica *de plano* come finanziario, con conseguente applicazione delle sue specifiche

ha comportato la progressiva emersione di un sempre più pregnante bisogno di regolamentazione delle relative modalità di diffusione, volto all'individuazione di un punto di equilibrio tra i diversi interessi sottesi, sia individuali che collettivi. Una volta divulgate, le informazioni economiche possono difatti essere oggetto di riproduzione nei confronti di una pluralità di individui. Il problema sorge allorché le stesse siano ingannevoli e non rispettose della effettiva situazione concreta, dovendosi individuare la migliore forma di tutela possibile nei confronti della parte che ne risulti danneggiata.

Il legislatore è intervenuto al riguardo, per la prima volta, il 2 gennaio 1991, con la c.d. legge SIM (legge n. 1/1991), avente ad oggetto la «disciplina dell'attività di intermediazione mobiliare e disposizioni sull'organizzazione dei mercati mobiliari» e quale fine principale la tutela del cliente, perpetrata mediante l'imposizione di specifici obblighi informativi a carico delle società di intermediazione finanziaria.

Tuttavia, tale legge è risultata ben presto anacronistica, comportando la condanna dell'Italia, a opera della Corte di Giustizia dell'Unione europea, per via del mancato adeguamento alla normativa europea.

Solo con il successivo decreto Eurosim (d.lgs. 23 luglio 1996, n. 415), si è data attuazione alle prime direttive europee in materia di attività e mercati mobiliari¹³³. Per la prima volta, è stato così normativizzato, all'articolo 17, il

normative. Infatti, in caso di contratto stipulato da soggetto non autorizzato, bisognerà distinguere in concreto se si tratti di contratto occasionale, estraneo all'esercizio d'attività d'impresa, o di contratto integrato in attività d'impresa finanziaria non autorizzata. In questo secondo caso, l'abusivismo nell'esercizio dell'attività non comporta, secondo l'opinione qui preferita, la sottrazione alla disciplina di settore. Dalla caratteristica in parola deriva, in secondo luogo, che la libertà contrattuale del cliente è limitata e condizionata dall'offerta seriale organizzata dall'intermediario, tanto che "la stessa nozione di 'cliente' si manifesta, nella sostanza, come di tratto solo relazionale (: è la domanda rispetto all'offerta)": Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, p. 16

¹³³ Direttiva 92/22/CEE del Consiglio del 31 marzo 1992 relativa ai vetri di sicurezza ed ai materiali per vetri sui veicoli a motore e sui loro rimorchi e direttiva 93/6/CEE del Consiglio, del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese di investimento e degli enti creditizi.

fondamentale principio di trasparenza ed è stata messa in risalto la connessione fisiologica tra obblighi informativi degli intermediari e buon funzionamento del mercato finanziario.

Oggi, la fonte principale di siffatti obblighi è rinvenibile nell'articolo 21 del TUF¹³⁴, «Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52».

A livello europeo, nell'ottica di migliorare la competitività ed efficienza del mercato, rafforzando la tutela dell'investitore, sono state adottate la direttiva 2004/39/CE (MiFID I)¹³⁵ – cui ha fatto seguito la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) –, il Regolamento n. 600/2014 (MiFIR) e il Regolamento delegato n. 593/2017, i quali hanno trovato attuazione in Italia con il D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129. Il relativo recepimento normativo all'interno dell'ordinamento italiano, ha inciso profondamente sulla normativa di fonte primaria del TUF, così come sul Regolamento Intermediari del 2007, sostituito dalla delibera Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, la quale ha introdotto una innovazione in materia di obblighi informativi a carico degli intermediari. Con riguardo ai doveri imposti a carico di questi ultimi, è interessante evidenziare la mancanza di convergenza tra le diverse declinazioni date dal legislatore e dalla giurisprudenza. Mentre difatti il legislatore italiano ha tentato, in più occasioni, di compiere un'esaustiva e analitica descrizione degli obblighi gravanti sul soggetto abilitato a proporre l'investimento, il trend giurisprudenziale si è limitato solo a fondare i propri giudizi sui più generali principi di buona fede, correttezza e diligenza, sanciti dagli artt. 1175 e 1776 c.c. Tuttavia, è possibile riscontrare unanimità di vedute relativamente all'obbligo di ottemperare a tutte le attività prescritte dal diritto oggettivo. Esso si basa sull'assunto che qualunque soggetto è tenuto a rispondere in riferimento alle situazioni giuridiche allo stesso riferibili. Senza

¹³⁴ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, da ultimo aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 49 del 10 maggio 2019, in vigore dal 10 giugno 2019.

¹³⁵ Attuata, nell'ordinamento italiano, con il D.Lgs. 17 settembre 2007, n. 164.

alcuna pretesa di esaustività e completezza, sia consentito semplicemente evidenziare che le situazioni giuridiche produttive di obblighi e responsabilità¹³⁶, anche in campo informativo, possono essere le più varie. Ciò su cui a lungo si è dibattuto concerne la riconducibilità delle relative violazioni nell'alveo della responsabilità contrattuale o extracontrattuale.

È sufficiente una sommaria analisi dei contributi dottrinali e della casistica giurisprudenziale in materia di obblighi informativi, per riscontrare come il progressivo ampliamento degli stessi sia proceduto di pari passo con il riconoscimento della responsabilità extracontrattuale per false o inesatte informazioni. Nel corso del tempo, diversi scandali finanziari (Cirio, Parmalat, Giacomelli) hanno fatto emergere il bisogno di mezzi immediati e urgenti per proteggere la fiducia dei risparmiatori nel settore creditizio. L'ordinamento giuridico italiano, dietro le spinte della legislazione europea, ha avvertito il bisogno di individuare un minimo obbligatorio di informazioni da fornire all'investitore nel modo più veritiero e reale possibile¹³⁷, da garantire anche qualora la prestazione di servizi di investimento sia resa mediante modalità

¹³⁶ L'obbligo deve essere distinto dalla responsabilità. Quest'ultima sorge proprio in considerazione della violazione di un obbligo, il quale può derivare da una o da altra fonte di obbligazione, così come da qualunque fatto doloso o colposo che cagioni ad altri un danno ingiusto (art. 2043 c. c.). Nel primo caso si verifica un illecito c.d. contrattuale, che concerne l'inadempimento dell'obbligazione, sia questa sorta da un contratto o da un'altra fonte. Il debitore che non esegue correttamente la prestazione dovuta, è tenuto al risarcimento del danno (art. 1218 c. c.). Egli difatti viola le disposizioni che rendono doveroso l'adempimento in favore dei creditori, ledendo gli interessi sottesi alle stesse: Iudica Giovanni –Zatti Paolo, *Linguaggio e regole del diritto privato*, Cedam, Padova, 2019, p. 66. Pertanto, sarà sottoposto a sanzioni, consistenti anzitutto nell'adempimento – ancorché tardivo – della prestazione, qualora essa sia ancora possibile, nonché nel risarcimento del danno subito. Nel secondo caso, si verifica invece un illecito extracontrattuale. Prima che esso sia commesso, non vi è altro che un diritto assoluto, consistente nel potere di godere e disporre, entro limiti stabiliti dal diritto oggettivo, di beni materiali o immateriali o riguardanti la stessa personalità del soggetto. Su tale ultimo punto si riscontra un ampio dibattito dottrinale. Si vedano al riguardo: De Cupis Adriano, *I diritti della personalità*, in *Tratt. Dir. Civ. e comm.*, II, 1982, p. 13 ss.; Mastropaolo Fulvio, *Il risarcimento del danno alla salute*, Jovene, Napoli, 1983, p. 22 ss.

¹³⁷ Sull'importanza dell'informazione a favore degli investitori, si rinvia a Perrone Andrea, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003; Ferrarini Guido, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 411 ss.; Cavazzuti Filippo, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 419 ss.

telematiche¹³⁸. Nel rispetto del principio di trasparenza¹³⁹, si è avvertito il bisogno di scambi sempre più sicuri, regolati in modo tale da porre il consumatore al riparo da un naturale gap informativo che contraddistingue i rapporti finanziari. Si è così predisposta, a livello normativo, un'elencazione delle diverse regole di organizzazione e condotta da rispettare nella prestazione di servizi di investimento. Tuttavia, non ci si è spinti sino a istituire un regime giuridico in materia di responsabilità degli intermediari finanziari. A tale mancanza ha tentato di sopperire la giurisprudenza, chiamata a pronunciarsi circa i possibili rimedi da riconoscere a favore degli investitori danneggiati, che hanno iniziato a citare in giudizio gli intermediari sulla base delle motivazioni più disparate.

Le decisioni di primo grado emanate tra il 2004 e il 2006, mostrano i primi tentativi di tutela degli interessi dei clienti, perseguiti con una tale dedizione da far sì che, in quegli anni, le possibilità medie di accoglimento delle relative richieste risultassero di gran lunga superiori rispetto a quanto sarebbe stato

¹³⁸ Comunicazione Consob del 21 aprile 2000, n. DI/30396, "trading on line e regole di comportamento": «nel caso di ricezione di disposizioni relative a una operazione non adeguata, l'obbligo, stabilito dal comma 3 dell'art. 29 del regolamento n. 11522/1998, di segnalare al cliente l'inadeguatezza e le ragioni della stessa sussiste pienamente anche qualora il servizio sia prestato *on line*. È possibile peraltro adempiere con la medesima modalità *on line* a tale dovere, avendo cura di fornire al cliente le indicazioni richieste dalla disciplina con la necessaria chiarezza ed evidenza». Difatti, «la modalità di prestazione *on line* del servizio non esonera gli intermediari dal rispetto delle regole vigenti in tema di informativa preventiva da rendere all'investitore. È ritenuto pienamente compatibile con la disciplina in essere l'opzione operativa di rendere disponibile tramite il sito Internet il documento sui rischi generali degli investimenti in strumenti finanziari, che deve essere consegnato all'investitore prima dell'inizio della prestazione dei servizi di investimento ed accessori a questi collegati».

¹³⁹ La trasparenza si specifica come qualità del documento contrattuale, che deve essere idoneo a porre l'utente in condizione di trarre dalla sua semplice consultazione gli elementi necessari per esprimere un consenso consapevole e, quindi, assumere una scelta negoziale responsabile. L'imposizione di tale obbligo a carico dell'intermediario significa, in primo luogo, che i moduli presentati ai clienti della banca per la sottoscrizione devono essere redatti con chiarezza, al fine di consentire agli stessi una precisa e immediata rilevazione della portata e dei rischi dell'operazione. La regola della trasparenza dispiega i suoi effetti non solo sul piano contenutistico, ma anche sulle modalità di comunicazione, che devono garantire chiarezza e comprensibilità ed essere adeguate alle tecniche di contatto utilizzate con la clientela: Liace Gianfranco, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impresa società*, 2018, n. 3, p. 449.

corretto su base meramente tecnica. L'effetto di incentivo alla proposizione di giudizi dinanzi ai diversi tribunali, è stato inevitabile.

In un primo momento, a fronte del contenzioso derivante dai diversi scandali finanziari, la giurisprudenza ha reagito dichiarando la nullità dei contratti finanziari. L'esecuzione di tali contratti in violazione degli obblighi di informazione e trasparenza posti a carico dell'intermediario, è stata difatti ritenuta circostanza integrante della violazione di norme imperative e di ordine pubblico¹⁴⁰. Si è così applicato il principio della *restitutio in integrum* (art. 2033 c.c.), con l'obiettivo di ricondurre le parti nella medesima situazione in cui si sarebbero trovate senza la stipulazione del contratto. Siffatto principio ha trovato attuazione anche nelle ipotesi di contratti dichiarati nulli per mancanza della forma prescritta dalla legge¹⁴¹. Conseguenza diretta della dichiarazione di

¹⁴⁰ La prescrizione di comportamenti corretti ha finito col caricare la disciplina di riferimento di una valenza a questa non ascrivibile. Ed invero, ha trovato affermazione una linea esegetica che ha utilizzato la sanzione della nullità - nella forma della cd. nullità di protezione, azionata ex art. 1418 c.c. (ed accompagnata, in via subordinata, dalla richiesta di accertamento dell'inadempimento dell'intermediario) -, la quale si è in concreto risolta nel superamento della portata dispositiva della normativa speciale, circoscritta ad inficiare solo le fattispecie riconducibili ai casi previsti dall'art. 23 t.u.f.: Capriglione Francesco, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 2010, p. 2611.

¹⁴¹ Anche di recente, con la sentenza del 16 gennaio 2018, n. 898, le Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione hanno stabilito che «il requisito della forma scritta del contratto-quadro relativo ai servizi di investimento, disposto dall'art. 23 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, è rispettato ove il contratto sia redatto per iscritto e ne venga consegnata una copia al cliente-investitore, ed è sufficiente la sola sottoscrizione di quest'ultimo, non necessitando la sottoscrizione anche dell'intermediario, il cui consenso si può desumere alla stregua dei suoi comportamenti». Con l'autorevole suggello nomofilattico, si accredita il principio espresso in massima sulla base dell'interpretazione teleologica orientata delle norme di protezione che impongono la forma scritta e l'obbligo di consegna di copia del contratto al cliente (art. 23 T.U.F. e, per analogia, art. 117 T.U.B.) riconducendo il vincolo formale ad esigenze di tutela del contraente debole-investitore, pregiudicato da fisiologica asimmetria informativa. Al riguardo, si veda Di Brina Leonardo – Picardi Francesca, *Il contenzioso bancario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019, p. 35 ss., in cui si afferma che la nullità, conseguente alla mancanza di forma scritta, ha carattere peculiare, pur nell'attuale regime conseguente alle modifiche dell'art. 127, comma 2, T.U.B., introdotte dall'art. 4, comma 2, d.lgs. 13 agosto 2010 n. 141, come modificato dall'art. 3 d.lgs. 14 dicembre 2010, n. 218 e dall'art. 2, comma 1, lett. a), d.lgs. 19 settembre 2012, n. 169. In base alla originaria disciplina del T.U.B., la nullità poteva essere invocata «solo dal cliente» e non era rilevabile d'ufficio dal giudice; nella rinnovata disciplina, «le nullità previste dal presente titolo operano soltanto a vantaggio del cliente e possono essere rilevate d'ufficio dal giudice». Le innovazioni legislative hanno ridotto la differenza tra la disciplina bancaria e quella di diritto

nullità sono la restituzione delle somme ricevute dal cliente e il pagamento degli interessi dovuti. Problema ulteriore concerne poi l'eventuale risarcimento del danno.

Alcune pronunce giurisprudenziali hanno sancito l'annullabilità del contratto finanziario stipulato sulla base di informazioni errate o false, in forza della disciplina dell'errore di cui all'articolo 1428 c. c., o della frode di cui all'articolo 1439 c. c.

La maggior parte delle decisioni dei tribunali di primo grado però, ha posto al centro dei propri iter argomentativi la classica distinzione tra regole prescritte ai fini della validità del contratto e le regole comportamentali¹⁴². Mentre la violazione di queste ultime può comportare la risoluzione del contratto e il risarcimento del danno, solo la violazione delle prime può invece incidere sulla validità del contratto finanziario. Tale differenziazione è stata sottolineata anche nella famosa sentenza emessa dalle Sezioni Unite della Suprema Corte di Cassazione, il 19 dicembre 2007 (Cass. n. 26724/07). Con essa si è tentato di definire la natura della responsabilità degli intermediari finanziari e dei rimedi

comune. Resta tuttavia il carattere relativo della nullità, dovendosi ritenere che esso non sia stato intaccato, bensì meramente riformulato con espressione diversa: il legislatore della riforma, in altre parole, pare abbia inteso unicamente spostare l'attenzione e porre l'accento soprattutto sugli effetti della nullità, proprio perché questi, attesa la loro radicalità, potrebbero anche ritorcersi a danno del cliente. Per converso, nonostante la più estesa previsione normativa introdotta dalla novella ampli il novero dei soggetti legittimati ad esprimere l'azione di nullità, ricomprendendovi anche il giudice, oltre al cliente, e fondi tale disposizione sull'elemento teleologico del beneficio finale per costui, non appare possibile far rientrare tra i legittimati lo stesso intermediario quand'anche questi agisca, in ipotesi, a vantaggio della propria controparte contrattuale.

¹⁴² Tra le tante, si veda Tribunale di Firenze, 18 ottobre 2005, con nota di Barenghi Andrea, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta*, in *Giurisprudenza di merito*, 2007, fasc. 1, p. 67: la posizione assunta dai giudici fiorentini rifiuta il superamento della tradizionale distinzione tra regole di condotta, dalla cui violazione discende la responsabilità del soggetto inadempiente, e regole della fattispecie (o di validità), dalla cui violazione discende invece l'invalidità dell'atto, e quindi non segue la linea, ampiamente rappresentata in giurisprudenza, che ritiene – nei casi di cui si tratta – applicabile alla violazione degli obblighi di condotta da parte dell'intermediario la sanzione dell'invalidità (rilevato, questo, da esaminarsi anche alla luce della risistemazione della rilevanza delle regole di buona fede contrattuale sotto il profilo dei rimedi).

a disposizione della clientela. È stato anzitutto evidenziato che la violazione del dovere di diligenza al cui rispetto sono tenuti gli intermediari finanziari non inficia, in nessun caso, la validità del contratto di investimento¹⁴³, ma implica solo una responsabilità nei confronti degli investitori per i danni eventualmente patiti¹⁴⁴. Difatti, in caso di violazione dei doveri di informazione da parte dell'impresa di investimento, si può parlare unicamente di un difetto delle prestazioni da rendere in forza di un contratto già perfezionato e, dunque, di un vizio funzionale, ma non di un vizio genetico relativo alla conclusione del contratto¹⁴⁵.

¹⁴³ «Non si può negare che gli strumenti di tutela esistono anche sul piano del diritto civile, essendo poi la loro specifica conformazione giuridica compito del medesimo legislatore le cui scelte l'interprete non è autorizzato a sovvertire, sicché il ricorso allo strumento di tutela della nullità radicale del contratto per violazione di norme di comportamento gravanti sull'intermediario nella fase prenegoziale ed in quella esecutiva, in assenza di disposizioni specifiche, di principi generali o di regole sistematiche che lo prevedano, non è giustificato»: Cass., Sez. Un., n. 26724/07, p. 33.

¹⁴⁴ La distinzione tra regole di validità e di condotta deve essere correttamente intesa come criterio che definisce l'ambito di applicazione dell'art. 1418, co. 1, c.c., impedendo di considerare nullo il contratto in ragione della mera violazione di divieti o obblighi legali, ancorché imperativi, che riguardano però la condotta delle parti in fase precontrattuale o esecutiva. In queste ipotesi peraltro l'esclusione della nullità non dipende da una previsione normativa riconducibile a una delle possibili eccezioni prefigurate dall'art. 1418, co. 1, c.c. nella parte in cui fa salva una diversa disposizione di legge, ma discende dal difetto della stessa contrarietà del contratto rispetto al divieto legale che è il presupposto necessario perché possano operare tanto la regola generale, quanto le eventuali deroghe alla stessa: Albanese Antonio, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corriere giuridico*, 1/2018, p. 111.

¹⁴⁵ È questa, tuttavia, una ripartizione dai confini mobili: non è infatti inverosimile immaginare ipotesi in cui la violazione della regola comportamentale possa minare alle radici la fattispecie negoziale. Ed allora non appare fuori luogo richiamare l'orientamento giurisprudenziale che, nell'individuare una sorta di temperamento alla distinzione tra regole di validità e regole di comportamento, pone un distinguo tra la violazione dei doveri di comportamento di carattere generale, che impongono regole di correttezza e di diligenza, e la violazione di doveri a contenuto più specifico, che impongono regole qualificabili come immediatamente imperative. La violazione del primo corpus di regole – che si sostanzia nella violazione del principio generale di buona fede di cui agli artt. 1176 e 1375 cod. civ. – concreta un inadempimento delle obbligazioni assunte dall'intermediario, o più in generale previste per quel determinato settore di attività, ed è sanzionabile con la risoluzione del contratto e/o il risarcimento del danno subiti in conseguenza di dette violazioni. Si ha qui riguardo, per esempio, all'obbligo per l'intermediario di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nell'interesse del cliente. Di contro, dalla violazione di regole comportamentali che individuano specifici oneri a carico dell'intermediario si fa discendere la nullità "virtuale" del contratto quadro e dei

Inoltre, è stato altresì specificato che, a seconda delle circostanze, la responsabilità dell'intermediario potrebbe essere invocata in base alla dottrina della responsabilità precontrattuale (*culpa in contrahendo*) prevista dall'art. 1337 c. c. o della responsabilità contrattuale, in forza della violazione del contratto di investimento ai sensi dell'art. 1453 c. c. Il diritto al valido esperimento di un'azione di responsabilità precontrattuale¹⁴⁶ – generalmente considerata una forma della responsabilità extracontrattuale – potrebbe sorgere ogniqualvolta un contraente non agisca in buona fede nel corso delle trattative, così come durante la formazione del contratto¹⁴⁷. Al riguardo, la Corte ha evidenziato che un'azione ai sensi dell'articolo 1337 c. c. possa essere intentata anche nel caso in cui il contratto sia già stato stipulato, purché si faccia riferimento alla violazione di obblighi da adempiere prima di giungere alla conclusione dello stesso e non a violazioni concernenti operazioni di investimento o di disinvestimento poste in essere in esecuzione del contratto. In tale ultimo caso, dovrà valutarsi l'azione in forza delle norme proprie della responsabilità contrattuale ed

conseguenti contratti di acquisto, dato il carattere imperativo della norma violata e la connessa tutela di interessi pubblici o generali (17). È questo ad esempio il caso delle regole comportamentali individuate dall'art. 21, lett. b), Tuf: Carozzi Angela Maria, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici in Diritto e Pratica delle Società*, n. 16/2005.

¹⁴⁶ «La regola posta dall'art. 1337 c.c. va ben oltre l'ipotesi della rottura ingiustificata delle trattative e assume il valore di una clausola generale, il cui contenuto non può essere predeterminato in maniera precisa, ma certamente implica un dovere di trattare in modo leale, astenendosi da comportamenti maliziosi o anche solo reticenti e fornendo alla controparte ogni dato rilevante, conosciuto o anche solo conoscibile con l'ordinaria diligenza, ai fini della stipulazione del contratto. L'esame delle norme positivamente dettate dal legislatore pone in evidenza che la violazione di tale regola di comportamento assume rilievo non solo nel caso di rottura ingiustificata delle trattative (e, quindi, di mancata conclusione del contratto) o di conclusione di un contratto invalido o comunque inefficace (artt. 1338, 1398 c.c.), ma anche quando il contratto posto in essere sia valido, e tuttavia pregiudizievole per la parte vittima del comportamento scorretto (1440 c.c.)»: Cass., , sez. I, sentenza 29 settembre 2005, n. 19024.

¹⁴⁷ Scognamiglio Vittorio, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Le società*, n. 4/2008, p. 460: tale riconoscimento di una duplice responsabilità dell'intermediario - precontrattuale e contrattuale - è del tutto coerente con la premessa operata dalle S.U. in sede di ricostruzione teorica della relazione negoziale che si instaura tra intermediario e cliente: «(...) i diversi servizi alla cui prestazione l'intermediario si obbliga verso il cliente debbono essere disciplinati da un contratto scritto (perciò destinato ad assolvere alla funzione c.d. di "contratto quadro" rispetto alle singole successive attività negoziali in cui l'espletamento di quei servizi si esplicherà (...))» (Cass., S.U., n. 26724/07, p. 12).

eventualmente riconoscersi il diritto alla risoluzione del contratto. Al riguardo, occorrerà effettuare una valutazione circa la gravità dell'inadempimento (art. 1455 c. c.). Solo qualora esso sia considerato effettivamente grave, potrà riconoscersi, oltre al risarcimento del danno, anche la risoluzione del contratto. In caso contrario, sarà esperibile solo il primo rimedio.

Tuttavia, tale decisione ha lasciato irrisolte alcune questioni. Si pensi alla questione relativa alla quantificazione dei danni risarcibili o all'eventuale concorso di negligenza del cliente.

Il processo di produzione giurisprudenziale in materia è dunque proseguito con ritmo incessante¹⁴⁸, a causa dei molteplici reclami presentati nei confronti delle imprese di investimento. Tra le questioni più note sottoposte ai giudici di legittimità, si ricordano gli strumenti finanziari derivati, i danni prodotti dal default di Lehman Brothers, le polizze unit-linked, ma anche le perdite derivanti da operazioni richieste da piccole banche locali spesso come garanzia della concessione di prestiti, consistenti nell'acquisto di proprie azioni o obbligazioni subordinate, la cui diminuzione di valore si è rivelata causa di ingenti danni. Attraverso i casi sottoposti al loro giudizio, più volte gli ermellini hanno potuto evidenziare che gli intermediari sono anzitutto tenuti ad operare secondo i fondamentali principi di trasparenza, completezza e chiarezza¹⁴⁹. Non

¹⁴⁸ Tra le tante, si vedano Cass. Civ., sez. I, 26 gennaio 2016, n. 1376 e Cass. Civ., sez. I, 9 febbraio 2016, n. 2535, con nota di Fanciarsi Giulio, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità*, in *il Corriere giuridico*, 11/2017, p. 1363 ss. «È configurabile la responsabilità dell'intermediario finanziario che abbia dato corso ad un ordine, ancorché vincolante, ricevuto da un cliente non professionale, concernente un investimento particolarmente rischioso. La professionalità del primo, su cui il secondo abbia ragionevolmente fatto affidamento in considerazione dello speciale rapporto contrattuale tra essi intercorrente, gli impone, invero, di valutare comunque l'adeguatezza di quell'operazione rispetto ai parametri di gestione concordati, con facoltà di recedere dall'incarico, per giusta causa, ai sensi dell'art. 1722 c.c., comma 1, n. 3 e art. 1727 c.c., comma 1, qualora non ravvisi tale adeguatezza» (Cass. 1376/16, punto 3.4.6.1.).

¹⁴⁹ La chiarezza diviene quella caratteristica concernente un discorso per cui il medesimo è di agevole comprensione da parte del destinatario, il quale è messo in condizione di attribuire ad esso un significato univoco con relativa immediatezza, attingendo alle normali risorse linguistiche. Possiamo, dunque, affermare che, da un lato il destinatario non deve porre in

si rischia di essere smentiti nell'affermare che, oggi, il principio di trasparenza vale per ogni informazione resa al pubblico. Ne deriva che, qualunque violazione di tale principio, risulta astrattamente idonea ad integrare una condotta illecita, sufficiente a cagionare non solo un danno individuale al singolo investitore, ma altresì un danno potenziale nei confronti del pubblico¹⁵⁰. A titolo esemplificativo, basti ricordare che una violazione del principio di trasparenza si verifica ogniqualvolta vengano prese decisioni di investimento sul mercato basate su dati inesatti e fuorvianti. Si ha riguardo alla c. d. responsabilità per inesatte informazioni commerciali. In mancanza di una specifica disciplina relativa alla stessa, illustri giuristi si sono interrogati circa il relativo fondamento normativo, rinvenuto, in via analogica, nell'articolo 1439, co. 2, c.c. Tale norma, nel trattare la figura del dolo-vizio, attribuisce rilevanza al dolo del terzo solo laddove sia riscontrabile una effettiva complicità¹⁵¹. In considerazione della violazione del principio generale della libertà negoziale, si è ritenuto individuabile, all'interno di siffatta disposizione, una fattispecie di responsabilità extracontrattuale del terzo, idonea ad affiancare quella propria del contraente complice e a costituire, dunque, un illecito.

Per quanto concerne il dolo incidente, invece, si è puntualizzato che, ai sensi dell'articolo 1440 c.c., il raggirò possa assumere un rilievo concreto solo qualora abbia causato un danno in conseguenza dell'assetto che è stato dato agli

essere particolari operazioni induttive per risalire al significato del discorso; dall'altro lato non ha bisogno di porre in essere operazioni di natura decisoria per individuare una pluralità di significati: Liace Gianfranco, *La nozione di chiarezza nel diritto bancario e dei mercati finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 1 dicembre 2017, p. 967. L'Autore evidenzia che il termine chiarezza è un termine tecnico, che discende dai principi generali della buona fede e della correttezza.

¹⁵⁰ La trasparenza è una problematica relativa ai doveri di informazione, «la più vecchia e classica delle regole di trasparenza», «cardine del relativo sistema normativo», la cui funzione è spesso sopravvalutata, poiché la trasparenza non si esaurisce nell'informazione, né l'informazione in sé è idonea a riequilibrare rapporti di forza squilibrati: Sabatelli Emma, *A proposito di trasparenza dell'operatività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.6, 1 dicembre 2013, p. 783 ss.

¹⁵¹ Art. 1439, co. 2, c.c.: «Quando i raggiri sono stati usati da un terzo, il contratto è annullabile se essi erano noti al contraente che ne ha tratto vantaggio».

interessi della parte. Senza la prova di tale danno, la male fede del *deceptor* non rileva né ai fini della validità del contratto, né ai fini risarcitori.

Mediante una lettura congiunta di queste due disposizioni, dottrina e giurisprudenza hanno ritenuto, per diversi anni, che il legislatore avesse riconosciuto indirettamente l'esistenza di un illecito doloso – consistente in una interferenza del terzo nella fase delle trattative – anche nel caso in cui il dolo consistesse in un mero comportamento negativo, quale la comunicazione di false informazioni idonee a incidere sull'esecuzione del contratto.

Col passare del tempo, si è prestata sempre maggiore attenzione verso i principi di correttezza e buona fede¹⁵², applicati analogicamente, mediante un richiamo degli articoli 1337 e 1338 c.c., anche ai doveri di informazione.

Si è così concluso evidenziando che le informazioni inesatte rese nel corso delle trattative, sono idonee a dare luogo a responsabilità precontrattuale. Si è discusso circa le relative conseguenze pratiche, in particolar modo in materia di onere della prova, diverse a seconda della riconducibilità della responsabilità precontrattuale nell'alveo del più ampio *genus* di quella contrattuale o extracontrattuale¹⁵³. Non riscontrandosi, nell'ordinamento italiano, un sistema di norme che disciplinino e sanzionino la responsabilità per inesatte informazioni, si è fatto riferimento all'esperienza dei singoli paesi europei. Così facendo, si è rilevato che dottrina e giurisprudenza francese considerano il dovere di fornire esatte informazioni quale obbligazione di mezzi, applicando,

¹⁵² È importante conservare, alle clausole generali, il loro ruolo tipico, che è un ruolo di integrazione dei precetti normativi espliciti. Questo ruolo si rivela particolarmente prezioso a distanza di qualche tempo dall'intervento normativo, perché consente di creare nuove regole per comportamenti e problemi nuovi, cioè venuti ad esistenza dopo il varo delle regole specifiche. E dunque forse oggi questo ruolo non ci sembra particolarmente utile, essendo noi ancora molto vicini alla data di creazione delle norme; ma certamente potrebbe tornare utile domani: Di Cataldo Vincenzo, *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Le ragioni del cliente*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 2013, p. 231

¹⁵³ L'onere della prova è presunto qualora si accolga la tesi della responsabilità extracontrattuale e, invece, soggetto a prova liberatoria contraria del danneggiante, nell'ipotesi di responsabilità contrattuale.

in caso di violazione, il regime sancito dall'art. 1382 del *code civil* in materia di responsabilità extracontrattuale. In Germania, invece, la responsabilità per errate informazioni è disciplinata nel paragrafo 823 del BGB, e dunque collocata nel più ampio quadro della responsabilità contrattuale. Del resto, a differenza di quello italiano, nell'ordinamento tedesco l'illecito extracontrattuale necessita di tipizzazione. Dunque, è palese che, in assenza di uno specifico illecito da inesatta informazione, la relativa responsabilità non può che essere qualificata come contrattuale.

La dottrina italiana, prendendo spunto da tali esperienze, si è a lungo interrogata sulla natura della responsabilità da informazioni inesatte. Mentre la tesi contrattualistica ha fatto leva sul fatto che dall'informazione economica non origini un danno ingiusto, la tesi extracontrattualistica ha invece evidenziato che l'illecito aquiliano non rappresenti altro che una fattispecie aperta, all'interno del quale il requisito dell'ingiustizia va interpretato in termini estensivi. I risvolti pratici dell'una o dell'altra soluzione non sono da sottovalutare. Mentre in caso di responsabilità extracontrattuale, spetterebbe al soggetto leso dare prova dell'esistenza di un comportamento colposo della controparte, nel caso di accoglimento della tesi contrattualistica, invece, sarebbe la parte che ha fornito informazioni inesatte a dover fornire l'eventuale prova liberatoria. Per molto tempo, al riguardo, è perdurata una situazione di incertezza, che ha condotto addirittura al riconoscimento, nell'esperienza pratica, di un concorso di azioni di responsabilità contrattuale ed extracontrattuale. Solo progressivamente, è riuscita a prendere piede ed essere maggiormente condivisa l'idea della riconducibilità della responsabilità da false informazioni alla disciplina di cui all'art. 2043 c.c.

Tuttavia, occorre precisare che gli sviluppi più recenti in materia, si sono invece attestati sulla collocazione di tale ipotesi all'interno della categoria della responsabilità contrattuale, sicuramente più idonea. Non si pretende, in tale

sede, di ricostruire in maniera esaustiva l'intero percorso argomentativo che, nel corso del tempo, ha condotto a tale conclusione. Basti precisare che, una volta riconosciuto il contatto sociale qualificato come fonte di obbligazione, la cui violazione porta all'applicazione delle disposizioni in tema di responsabilità contrattuale, è naturale ricondurre all'interno di tale categoria anche il rapporto che sorge tra un professionista e un altro individuo quando il primo fornisce al secondo delle informazioni, seppur in mancanza di un precedente accordo negoziale. La relazione che sorge in tal caso è stata difatti qualificata come una *species* del più ampio *genus* del contatto sociale qualificato¹⁵⁴ e risulta, pertanto, suscettibile di essere fonte di obbligazione, in considerazione del particolare *status* proprio del soggetto che fornisce l'informazione. La richiesta di informazioni origina infatti proprio dalla considerazione del ruolo professionale di quest'ultimo e rende rilevante l'affidamento dei proponenti, a prescindere dall'esistenza di un vincolo contrattuale. Ne deriva che, anche nel caso di responsabilità da false informazioni, la diligenza richiesta all'operatore professionale è quella che discende proprio dal suo specifico ruolo, da valutarsi, dunque, ai sensi dell'articolo 1176, co. 2, c.c. Di conseguenza, egli sarà chiamato a rispondere del danno causato, anche in ipotesi di colpa lieve¹⁵⁵.

¹⁵⁴ È agevole osservare come la responsabilità da contatto sociale – che dogmaticamente può inquadrarsi come uno sviluppo del modello originario della *culpa in contraendo* – sia tale in virtù della buona fede, che è fonte di obblighi la cui violazione genera, appunto, responsabilità, e responsabilità di tipo contrattuale. Ed è del resto proprio la buona fede, resa operante da un giustificato affidamento, che trasforma il mero contatto sociale in un rapporto obbligatorio dal quale nasce responsabilità in caso di violazione: Castronovo Francesco, *La responsabilità da false informazioni comparata: special relationship nel diritto anglosassone species della responsabilità da contatto sociale nel nostro sistema*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 3/2019, p. 412 ss.

¹⁵⁵ «È tuttavia principio consolidato nella giurisprudenza di questa corte che il criterio che presiede alla valutazione della responsabilità da contatto sociale qualificato è quello delineato dagli artt. 1176 e 2118 c.c. Ne consegue, per tornare al caso di specie, che, nell'azione promossa dal danneggiato, la banca negoziatrice che ha pagato l'assegno non trasferibile a persona diversa dall'effettivo prenditore è ammessa a provare che l'inadempimento non le è imputabile, per aver essa assolto alla propria obbligazione con la diligenza dovuta, che è quella nascente, ai sensi dell'art. 1176 c.c., comma 2, dalla sua qualità di operatore professionale, tenuto a rispondere del danno anche in ipotesi di colpa lieve»: Cass., S.U., 21 maggio 2018, n. 12477.

Ciò posto, ai fini della nascita dell'obbligazione e della relativa responsabilità, si è fatto riferimento alla generale clausola della buona fede. È proprio l'applicazione di tale clausola che ci dice in quale momento e a quali condizioni l'affidamento sorto sia legittimo, sufficiente e abbastanza concreto da comportare il sorgere di responsabilità in caso di violazione. Nelle ipotesi di informazioni inesatte, tale processo si sostanzia in una valutazione del caso concreto e, in particolare, della regola di condotta al cui rispetto è tenuto il soggetto qualificato¹⁵⁶.

In ogni caso, qualora in considerazione di informazioni inesatte, sia stato concluso un contratto, occorre riconoscere la risarcibilità dei danni patiti. A creare problemi interpretativi, tuttavia, è stata proprio l'esatta delimitazione dell'area del risarcimento. A tal proposito, si è precisato che, nel caso in cui venga validamente esperita un'azione di annullamento, tale area deve essere determinata attraverso il criterio dell'interesse negativo, cioè dell'interesse a non vedersi impegnato in trattative inutili. In tal caso, il risarcimento non può che corrispondere a quanto necessario per il ripristino *in statu quo ante*, alterato in seguito alla ricezione delle informazioni errate. La questione però appare più complessa nel caso in cui l'azione di annullamento non sia esperita dalla parte lesa, ritenendosi in tal caso riconosciuta la funzione del contratto concluso sulla

¹⁵⁶ Verificata nel caso singolo la sussistenza degli elementi che fondano la fattispecie del contatto da scambio di informazioni, dunque, compito del giudice, declinando nel caso concreto la clausola generale di buona fede, è valutare di volta in volta se tali elementi nel loro comporsi abbiano raggiunto un livello di concretezza tale da far sorgere in favore di colui che chiede l'informazione un obbligo di protezione e la conseguente responsabilità in caso di sua violazione: Castronovo Francesco, *La responsabilità da false informazioni comparata: special relationship nel diritto anglosassone species della responsabilità da contatto sociale nel nostro sistema*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 3/2019, p. 420 ss. Secondo l'Autore, nella responsabilità da false informazioni il fatto risulta decisivo, poiché è il modo in cui esso si sviluppa e la peculiarità dello specifico caso a determinare se si possa parlare di un affidamento sufficientemente forte da meritare tutela. Benché infatti quest'ultimo non sia la fonte della responsabilità, è sulla base del medesimo che, secondo la clausola generale di buona fede, si individuano i comportamenti cui il soggetto qualificato deve attenersi, perché l'affidamento sorge in virtù della situazione soggettiva che il soggetto qualificato crea: una situazione affidante che genera, appunto, affidamento.

base di informazioni inesatte. In siffatta ipotesi, si è ritenuto applicabile lo schema del risarcimento del danno tipico della responsabilità extracontrattuale, essendosi verificato un danno patrimoniale a causa di una condotta contraria ai principi che la disciplinano. L'evento che ha prodotto il danno, non è dunque individuato nell'inadempimento del contratto quale fatto idoneo a produrre una determinata aspettativa, quanto piuttosto nell'esecuzione dello stesso. Conseguenza diretta è la risarcibilità del solo effetto economico negativo scaturente dall'accordo, consistente nella possibile perdita di redditività e nell'aumento dell'onere economico causato dall'intermediario. È ammessa altresì la risarcibilità di eventuali ulteriori danni, qualora essi siano adeguatamente provati dall'investitore.

Appare doveroso a questo punto precisare che dall'illecito prodotto da informazioni inesatte, si distinguono le ipotesi di illeciti causati da omesse informazioni. Questi ultimi conseguono alla mancata circolazione di ogni informazione idonea a evitare possibili danni a terzi, qualora adeguatamente diffusa, nonché di qualsiasi informazione resa in modo assolutamente inadeguato (*tamquam non esset*).

In determinate circostanze, è l'ordinamento stesso che prescrive non già un generico obbligo di informazione, quanto piuttosto un obbligo adeguato rispetto allo scopo da raggiungere.

Nella maggior parte dei casi, le negoziazioni precedenti alla stipula del contratto si svolgono oralmente, ritenendosi tale forma di comunicazione più efficace e diretta. Nel caso in cui l'investitore ritenga per sé favorevoli le informazioni recepite dall'intermediario, sorgerà un rapporto di fiducia che orienterà l'intero rapporto. Potrà allo stesso conseguire la mancata lettura dei documenti relativi alla conclusione dell'accordo negoziale, la quale però non risulta *sic et simpliciter* idonea ad incidere sulla validità del contratto. Difatti, ciò che rileva non è tanto la volontarietà degli effetti, quanto piuttosto l'effettiva

consapevolezza delle scelte assunte¹⁵⁷. È proprio questo uno dei problemi più rilevanti in materia di contrattazione finanziaria. Qualora si riscontri la mancata convergenza tra effetti voluti dalla parte ed effetti prodotti dal contratto, si dovrebbe porre in essere una distinzione tra i casi in cui il contraente avrebbe comunque stipulato il contratto, anche se non totalmente conscio dei relativi effetti, e quelli diversi in cui la falsa rappresentazione dei medesimi risulti invece idonea a inficiare la formazione della volontà. Solo in tale ultimo caso, potrebbe dichiararsi l'invalidità stessa della pattuizione. Occorre però evidenziare che una siffatta opera di demarcazione, da eseguire con riferimento al caso concreto, non è affatto semplice. La tutela garantita dalla normativa in materia di vizi del consenso non opera difatti in modo standardizzato. È richiesta, di volta in volta, l'esecuzione di un'attività di valutazione e ponderazione soggettiva volta alla verifica della sussistenza degli eventuali requisiti per l'annullamento del contratto. Il ruolo di tale tematica all'interno dei diversi processi motivazionali delle decisioni giurisprudenziali appare, tuttavia, assolutamente marginale.

Intanto, ciò su cui non vi è alcun dubbio, è che l'obbligo di informazione si rinnova ogniqualvolta ciò sia richiesto dalla natura o dall'entità della singola operazione. È innegabile infatti che la posizione dell'investitore non può che essere valutata sotto il profilo dinamico e mai statico, poiché suscettibile di evoluzione nel corso del tempo.

In considerazione di quanto detto, è ineccepibile che una normativa fondata sul perseguimento della perfetta informazione, non sia idonea in alcun modo a

¹⁵⁷ A tal proposito non bisogna partire dal falso presupposto che un'informazione, anche precisa e dettagliata, si traduca in una altrettanto puntuale valutazione del prodotto finanziario. Infatti, tale processo implica la sussistenza di una circolarità di fattori che garantiscano il passaggio «dalla percepibilità alla percezione e dalla percezione alla comprensione» come premessa all'adesione al testo e quindi alla manifestazione della volontà contrattuale; ovvero, l'informazione, dopo essere stata resa, dovrà essere letta, interpretata, capita e utilizzata; sequela di eventi che raramente trova effettiva realizzazione: Greco Fernando, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 1 marzo 2018, p. 755 ss.

costituire la panacea di ogni possibile male da cui potrebbe essere afflitto l'investitore¹⁵⁸.

4. segue. Il silenzio sulla responsabilità civile nelle direttive MiFID I e II

Nella realtà odierna, vi è una crescente tensione tra la regolamentazione dei mercati dei capitali europei e il diritto privato. Questa tensione si manifesta in particolare nelle aree regolamentate, come i servizi di investimento, che sono dominati dalla supervisione e dall'esecuzione pubblica.

La relazione tra i fornitori di servizi di investimento e i loro potenziali clienti è stata per lungo tempo disciplinata dal diritto privato nazionale e le relative problematiche sono state affrontate, in particolar modo, dai tribunali civili proprio dei singoli Stati membri. In tali occasioni, sono stati definiti i caratteri peculiari che devono modellare la relazione, quale il dovere di un istituto finanziario di conoscere il proprio cliente e di rivelare informazioni adeguate, ad esempio con riguardo ai rischi relativi agli strumenti finanziari. La *Market in Financial Instruments Directive* (MiFID)¹⁵⁹ ha incorporato tutti i doveri che devono essere rispettati nella fornitura dei servizi di investimento agli investitori e li ha sottoposti a supervisione e controllo pubblico. Si è così generata una diffusa tensione tra questa direttiva volta alla tutela degli investitori, e la legge privata nazionale. Il relativo rapporto ha dato luogo a

¹⁵⁸ Una soluzione a prima vista paradossale, ma potenzialmente risolutiva, è la triangolazione del rapporto di intermediazione, ovvero la creazione di una parte diversa dall'intermediario e dal cliente, slegata da qualsivoglia tipologia di interesse con essi, che possa valutare in modo terzo ed imparziale l'equità delle condizioni dell'operazione di investimento prima ancora che la stessa venga conclusa; si tratta, quindi, di un intervento nella fase pre-contrattuale diretto a colmare il gap conoscitivo dell'investitore, sul quale non graverà più l'onere di dover decidere in situazioni di mancanza di informazioni o di difficile comprensione ma nei cui confronti saranno messi a disposizione gli strumenti necessari a tal fine: Greco Fernando, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 1 marzo 2018, p. 755 ss.

¹⁵⁹ Direttiva 2004/39/CE (GU L 2004/145/1).

interessanti dibattiti accademici. Uno degli aspetti centrali su cui si è discusso è sicuramente l'interazione tra regolamentazione finanziaria e responsabilità civile. In particolare, la violazione da parte di un'impresa di investimento della normativa sulla protezione degli investitori conferisce all'investitore una causa privata di azione in responsabilità civile? E, in tal caso, come potrebbe essere modellata una tale azione? La questione, sorta con riguardo alla MiFID, non si è limitata ad essa, ma è stata sollevata altresì in relazione ad altri regolamenti concernenti i mercati dei capitali, come la direttiva sul prospetto informativo e il Regolamento sugli abusi di mercato¹⁶⁰. È emerso, anzitutto, che la responsabilità civile quale strumento per il rafforzamento della protezione dell'investitore è stata troppo spesso trascurata nella formazione delle norme in materia finanziaria. Si è assistito a un generale dominio della supervisione ed esecuzione pubblica. Al riguardo, per lungo tempo, si è condivisa l'idea che il risarcimento del danno mediante il solo mezzo della responsabilità civile non fosse in grado di realizzare obiettivi politici quali la protezione degli investitori. Si è trascurato, dunque, l'immenso potenziale di compensazione delle perdite di investimento proprio della stessa. Si pensi, in particolare, alla regola di idoneità e all'obbligo di divulgazione delle informazioni. La prima impone all'impresa di investimento di ottenere le informazioni necessarie sulle caratteristiche proprie del cliente, al fine di assicurare che il prodotto o il servizio fornito siano adatti ad esse. L'obbligo di divulgazione delle informazioni richiede, invece, di fornire ogni informazione idonea ad incidere sulla scelta di investimento del cliente, che non può che essere ben informata e consapevole. Questi doveri di regolamentazione finanziaria, che sostituiscono la più rudimentale condotta dei principi aziendali adottati nella Direttiva sui

¹⁶⁰ Direttiva 2003/71/CE (GUUE L 345/64), recentemente sostituita dal Regolamento (UE) 2017/1129 (GUUE 2017 L 168/12); Regolamento (UE) n. 596/2014 (GUUE 2017 L 173/1).

servizi di investimento del 1993¹⁶¹, sono stati incorporati nella MiFID II¹⁶² e ulteriormente elaborati nel regolamento delegato MiFID II¹⁶³.

Ma andiamo con ordine.

In materia di servizi di investimento, la MiFID I ha rivestito sin subito una particolare rilevanza, mirando a ravvicinare le norme nazionali sulla prestazione di servizi di investimento e sul funzionamento delle borse, con l'obiettivo di creare un unico corpo normativo europeo in materia di valori mobiliari. Tale direttiva è sorta con il fine di creare un sistema di autorizzazioni per le imprese che forniscono servizi di investimento, tutelando contestualmente l'integrità e l'efficienza complessiva del sistema finanziario. Con essa si è dato vita a un sistema di regolamentazione prudenziale volto alla protezione degli investitori e al buon funzionamento dei mercati della sicurezza. A tal fine, si sono previsti specifici obblighi in materia di trasparenza e di comunicazione delle operazioni.

Con la MiFID I si è sostituita la precedente direttiva sui servizi di investimento risalente al 1993 (ISD), la quale, per la prima volta, aveva offerto alle imprese di investimento la possibilità di compiere operazioni su base comunitaria attraverso un'unica autorizzazione. Tuttavia, i molteplici limiti caratterizzanti la stessa, hanno col tempo reso evidente la difficoltà del raggiungimento dell'obiettivo di fondo, che consisteva nella creazione di un mercato europeo

¹⁶¹ Direttiva 93/22/CEE del Consiglio relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (GUUE 1993 L 141/27), *Investment Services Directive* (ISD).

¹⁶² Le regole di idoneità e adeguatezza proprie della MiFID II, non hanno subito sostanziali modifiche rispetto alla MiFID I. La norma di idoneità è stata riformulata, in linea con l'ESMA, così come le opinioni delle associazioni di consumatori, in modo da includere i requisiti per valutare la tolleranza al rischio e la capacità di sopportare le perdite. La nuova formulazione di tale regola richiede all'impresa di fornire il cliente, prima che la transazione sia effettuata, con una dichiarazione sull'idoneità che specifica la consulenza fornita e in che modo tale consiglio soddisfa le preferenze, gli obiettivi e le altre caratteristiche del cliente al dettaglio (art. 25, par. 6, MiFID II). Una novità rispetto alla MiFID I è che una valutazione di idoneità dovrebbe essere intrapresa non solo qualora vengano fatte raccomandazioni per l'acquisto di uno strumento finanziario ma ogniqualvolta debbano essere prese decisioni sul commercio.

¹⁶³ Direttiva 2014/65/UE (GU 2014 L 173/349); Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione (GUUE 2017 L 87/1).

dei servizi di investimento¹⁶⁴. La successiva direttiva del 2004¹⁶⁵ è stata ideata in considerazione delle radicali trasformazioni intervenute in seguito allo sviluppo e alla progressiva diversificazione degli strumenti di investimento, dei sistemi di negoziazione e dei più rigidi requisiti in materia di protezione degli investitori¹⁶⁶. Ad essa ha fatto seguito nel 2014 la MiFID II, misura adottata nel quadro delle riforme europee guidate dall'agenda normativa del G-20. Sebbene sia condivisa l'idea che tale intervento normativo non abbia preso le mosse dalla crisi finanziaria globale, è innegabile che proprio siffatta crisi ne abbia modellato alcuni elementi fondamentali. In maniera ancora più incisiva rispetto alla MiFID I, la direttiva del 2014 pone al vertice del sistema la tutela degli investitori, con il fine di accrescere la fiducia nel mercato, il cui funzionamento non può che essere sicuro ed efficiente. Nell'ottica del perseguimento di tali obiettivi, la MiFID II segue gli stessi principi del suo predecessore, in materia di trasparenza, divulgazione delle informazioni e integrità del mercato¹⁶⁷. Rispetto però a specifici punti, ha previsto più stringenti obblighi e doveri. Le innovazioni proprie della MiFID II testimoniano un mutamento della strategia

¹⁶⁴ Tra i punti deboli della ISD, si ricordino la troppo generale formulazione di alcune norme, che aveva condotto a problemi interpretativi all'interno dei singoli ordinamenti nazionali, nonché i troppo estesi spazi di manovra lasciati agli Stati membri, quali quelli relativi alle norme di condotte.

¹⁶⁵ La direttiva è soggetta alla procedura di comitato estesa dopo Lamfalussy, in base alla quale il Parlamento europeo e il Consiglio concordano - in una decisione congiunta - un atto quadro giuridico e la Commissione ha il potere di adottare disposizioni tecniche di attuazione, previa consultazione del CESR e dell'ESC. In tale contesto sono state adottate una direttiva e un regolamento di attuazione: Bartels Boris - Ernoult Julien - Hafner Sandra - Metin Inci, *European Banking and Financial Services Law*, Fourth Edition, Brussels: Larcier, 2010, p. 97.

¹⁶⁶ Per quanto concerne in particolare le norme di comportamento, la MiFID I e soprattutto i relativi provvedimenti di attuazione di «secondo livello», vale a dire la Direttiva 2006/73/CE ed il Regolamento (CE) n. 1287/2006 della Commissione, introducono una disciplina piuttosto dettagliata e - parrebbe - non suscettibile di essere modificata in modo rilevante dagli Stati membri: Ragno Maurizio, *Le norme di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 281 ss.

¹⁶⁷ L'architettura del regime di divulgazione delle informazioni, ora prevista all'articolo 24 della MiFID II, rispecchia quella della MiFID I. Tuttavia, è aumentato il livello di precisione e dettaglio delle relative regole. In particolare, la MiFID II chiarisce che i principi di agire onestamente e professionalmente e l'obbligo di essere chiari, equi e non fuorvianti si applicano al rapporto con qualsiasi cliente (considerando n. 86 e articolo 30).

del legislatore europeo relativamente alla disciplina degli investitori al dettaglio. A differenza della MiFID I, fondata sull'idea del cliente al dettaglio quale investitore ben informato e razionale, la MiFID II lo considera invece quale consumatore vulnerabile sottoposto a frequenti pregiudizi comportamentali¹⁶⁸. Ne deriva una maggiore attenzione verso un'effettiva protezione dello stesso, che spiega altresì la maggiore influenza di tale direttiva sui rapporti di diritto privato.

In ogni caso, dall'intero regime MiFID emerge in maniera chiara ed esplicita un assoluto predominio della supervisione pubblica e dell'esecuzione amministrativa. Sia la MiFID I (art. 48) che la MiFID II (art. 67) richiedono a ciascuno Stato membro la designazione di autorità competenti di natura pubblica, in grado di garantire la propria indipendenza rispetto ai diversi attori economici, nonché il rispetto degli obblighi a carico degli stessi. Nulla invece viene previsto con riguardo alla responsabilità civile. Sicché, risulta assai ampia la libertà di modellare il diritto privato nazionale in materia; libertà riconosciuta inevitabilmente ai legislatori nazionali e ai diversi tribunali civili, comportando dunque inevitabili differenze¹⁶⁹.

¹⁶⁸ Moloney Niamh, *Regulating the Retail Markets in The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford University Press, 2014, p. 739.

¹⁶⁹ Tra i tanti, si consideri il diverso modo di concepire la relazione tra norme di regolamentazione finanziaria e responsabilità civile all'interno dei Paesi Bassi e della Germania. Nella letteratura legale olandese, generalmente è stato presunto che le norme derivate dalla legislazione europea potessero avere un impatto sulla responsabilità civile nazionale. La Corte Suprema olandese ha fatto luce su questo tema nelle sue decisioni e ha sostenuto che il modo in cui i doveri regolatori possono influire sulla responsabilità civile dipende dall'atteggiarsi del dovere di diligenza. Non appartenente a una particolare categoria di diritto privato, il dovere speciale di diligenza può essere descritto come uno standard astratto di condotta, che si articola nella relazione specifica tra l'impresa di investimento e l'investitore, determinando se vi è una violazione della norma di diritto privato rilevante ai fini della responsabilità. Le regole di comportamento derivate dalla MiFID potrebbero al riguardo conferire agli investitori una causa indiretta di azione in materia di responsabilità civile. In Germania, invece, il BGH, inizialmente, ha adottato un approccio piuttosto attento alla potenziale influenza delle norme di comportamento contenute nel quadro della vigilanza finanziaria in materia di responsabilità civile. La giurisprudenza in materia ha ritenuto che i requisiti di condotta volti alla protezione degli investitori, potessero entrare nel dominio del diritto privato, provocando un effetto indiretto e radiante sul contenuto normativo degli standard comportamentali propri del diritto

Tuttavia, occorre precisare che la MiFID I contiene disposizioni particolarmente dettagliate che assomigliano molto a doveri di assistenza propri del diritto privato. Ne è derivata una trasformazione delle regole di condotta proprie del dominio del diritto privato, in standard di supervisione sostanziale. Al riguardo, sia sufficiente ricordare il primo comma dell'articolo 19, in forza del quale le imprese di investimento sono tenute ad agire «in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti».

Ai fini della considerazione della correlazione sussistente tra MiFID I e MiFID II e il diritto privato nazionale, non si può trascurare lo strumento normativo prescelto dal legislatore europeo: la direttiva. Essa è vincolante solo con riguardo al risultato che mira a perseguire (art. 288 TFUE), lasciando tendenzialmente liberi gli Stati membri con riguardo alla forma e agli strumenti giuridici mediante i quali procedere alla relativa attuazione. Per comprendere cosa sia richiesto al legislatore nazionale, cosa debba trasporre, in che modo e con quale intensità, al fine di garantire l'effetto utile delle direttive MiFID, bisogna anzitutto individuare il relativo ambito e grado di armonizzazione. Anche se il diritto privato non sembrerebbe rientrare nel campo di applicazione di tali direttive, non è mancata la voce di quanti hanno affermato che, in un'ottica di armonizzazione massima, la MiFID sembrerebbe vietare la definizione di norme di diritto privato autonomo all'interno dei singoli ordinamenti nazionali. Ma basta un esame più attento per rendersi conto quanto, in realtà, la questione dell'armonizzazione venga trattata nelle direttive

contrattuale. Trattasi di un meccanismo denominato "*Ausstrahlungswirkung*", nei confronti del quale il BGH ha però adottato ultimamente una posizione piuttosto sprezzante. Un esempio lampante è rinvenibile in una recente decisione relativa all'acquisizione di *Lehman Brother Treasury* con la quale la Corte ha sancito che le norme di comportamento cristallizzate nella MiFID siano di natura esclusivamente pubblica e, per mezzo della loro stessa natura, inidonee a comportare il sorgere di obblighi contrattuali. Il BGH, tuttavia, sembra aver lasciato la porta socchiusa per un'eventuale interazione tra regolamentazione finanziaria e responsabilità civile, riconoscendo implicitamente, in alcune pronunce, la possibilità per gli investitori di ottenere protezione dalle regole di comportamento derivanti dalla MiFID II. L'obiettivo è impedire che i due sistemi si sviluppino in completo isolamento reciproco.

europee in modo piuttosto inconcludente. Difatti, esse sono caratterizzate da un approccio assolutamente frammentario in materia di armonizzazione. Si consideri, a sostegno di tale considerazione, che la Commissione – sulla base della constatazione che la MiFID I non aveva in alcun modo trattato la questione della responsabilità delle imprese di investimento nei casi di danni provocati dalla violazione delle regole di condotta – aveva avanzato la richiesta di delucidazioni sul principio di responsabilità civile applicabile agli investimenti oggetto della MiFID II¹⁷⁰. La Commissione aveva al riguardo osservato che le condizioni per il configurarsi della responsabilità civile variavano da uno Stato membro all'altro e aveva evidenziato che l'introduzione di un principio di responsabilità civile comune avrebbe potuto rivelarsi essenziale per la realizzazione di uno medesimo livello di protezione degli investitori in tutta Europa. In tal modo, la Commissione stessa sembrava riconoscere che la responsabilità civile non rientrasse nel campo di armonizzazione delle direttive MiFID. Tale proposta è stata però respinta e non adottata nella versione finale della MiFID II all'interno della quale, invece, sono stati amplificati gli obblighi posti a carico delle imprese di investimento rispetto alla condotta richiesta, conducendo in tal modo a una più chiara armonizzazione delle norme di comportamento. Ciò nonostante, ancora oggi non è chiaro quale sia il grado di armonizzazione che la MiFID II mira esattamente a realizzare. Ciò che è sicuro è che tale misura non può certo qualificarsi come una direttiva di armonizzazione massima. Tuttavia, proprio come la precedente MiFID I, anche la MiFID II indica quale obiettivo fondamentale l'armonizzazione legislativa. Intanto, è possibile affermare che, soprattutto la direttiva del 2014, sia interessata alla dimensione privata della relazione tra impresa di investimento e investitore. A tal proposito, l'articolo 69

¹⁷⁰ Commission, *Public Consultation. Review of the Markets in Financial Instruments (MIFID)*, Brussels, 8.12.2010, p. 63.

è particolarmente interessante. Con tale norma è richiesto agli Stati membri di assicurare che siano «istituiti i meccanismi necessari a garantire il pagamento di un risarcimento o l'adozione di altre misure correttive a norma del diritto nazionale per eventuali perdite pecuniarie o danni subiti a seguito di una violazione della presente direttiva o del regolamento (UE) n. 600/2014». Tuttavia, sebbene tale disposizione possa essere considerata rilevante per i rapporti di diritto privato, ciò non conduce a ritenere il diritto privato oggetto di armonizzazione della MiFID II. Al riguardo, basti considerare la rubrica della norma, «poteri di vigilanza». In considerazione dell'interesse predominante delle direttive sull'esecuzione pubblica e sulla supervisione amministrativa, il rispetto del requisito di cui all'articolo 69 potrebbe anzi condurre a ritenere che l'efficacia delle direttive possa essere sufficientemente garantita attraverso la mera applicazione da parte delle Autorità di vigilanza. L'importante è che la legislazione nazionale non renda l'esercizio dei diritti conferiti dal diritto europeo praticamente impossibile o eccessivamente complesso¹⁷¹. A tal riguardo, nella famosa causa Genil contro Bankinter, la Corte di Giustizia, pronunciandosi sulle conseguenze contrattuali derivanti dalla violazione delle norme di idoneità e appropriatezza contenute nella precedente MiFID I¹⁷², ha dichiarato che «sebbene l'articolo 51 della direttiva 2004/39 preveda l'imposizione di misure o sanzioni amministrative nei confronti delle parti responsabili dell'inosservanza delle disposizioni adottate ai sensi di tale direttiva, non afferma né che gli Stati membri debbano prevedere conseguenze contrattuali in caso di conclusione di contratti che non rispettano gli obblighi previsti dalle disposizioni giuridiche nazionali che recepiscono l'articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39 o quali potrebbero essere tali conseguenze. In assenza di una normativa UE sul punto, spetta all'ordinamento

¹⁷¹ Corte di Giustizia, 19 luglio 2012, ECLI: EU: C: 2012: 478, C-591/10 (Littlewoods), n. 27; HvJEU 20 settembre 2001, ECLI: EU: C: 2001: 465, C-453/99 (Courage v. Crehan), n. 29.

¹⁷² Corte di Giustizia, 30 maggio 2013, causa C-604/11, ECLI:EU:C:2013:344..

giuridico interno di ciascuno Stato membro determinare le conseguenze contrattuali della mancata osservanza di tali obblighi, fatto salvo il rispetto dei principi di equivalenza ed efficacia» (paragrafo 57). Tale linea di pensiero appare confermata dall'articolo 69 MiFID II che, chiedendo agli Stati membri di istituire meccanismi per concedere compensazioni agli investitori, sancisce il bisogno di rimedi che soddisfino i principi di equivalenza¹⁷³ ed efficacia¹⁷⁴.

La responsabilità civile sembra quindi non rientrare nell'area di armonizzazione delle direttive MiFID, le quali, ciò nonostante, è innegabile che rivestano una particolare rilevanza per la stessa. In questo contesto di incertezza, la Commissione è riuscita a conferire all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) l'incarico di guidare la battaglia per un'ulteriore necessaria armonizzazione. Gli approfonditi orientamenti su come rispettare gli obblighi di informazione previsti dalla MiFID II, potrebbero sfociare in un'armonizzazione *de facto* del diritto privato. L'elevata competenza tecnica dell'ESMA, che si aggiunge alla sua autorità, insieme alla natura rafforzata dei relativi orientamenti, potrebbero indurre i giudici civili nazionali a fare affidamento sulla direttiva del 2014 per decidere se una norma di diritto privato sia stata violata. Sebbene il tentativo di introdurre un principio di responsabilità civile all'interno della MiFID II sia stato paralizzato, vi è ancora la possibilità che l'ESMA riesca a far rientrare il diritto privato nel campo di

¹⁷³ Il principio di equivalenza è espressione del principio generale della parità di trattamento. Esso prescrive che la tutela dei diritti attribuiti da norme dell'Unione sia almeno pari a quella prevista per i diritti conferiti da norme nazionali. Il principio di equivalenza non implica che gli Stati membri siano obbligati a estendere le loro norme nazionali più favorevoli all'azione basata sul diritto dell'Unione europea: Corte di Giustizia, C-260/96, SPAC, ECLI: EU: C: 1998: 402, par. 20-21). Piuttosto, questo principio richiede che le norme dell'Unione siano comparate, oggettivamente e in astratto, con azioni proprie del diritto interno che siano simili per quanto concerne il relativo scopo e le caratteristiche essenziali.

¹⁷⁴ Il principio di efficacia è sancito dall'articolo 19, par. 1, TUE e dall'articolo 47 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea. Tale principio prescrive che i mezzi di ricorso e le procedure di diritto privato nazionale non rendano virtualmente impossibile o eccessivamente difficile l'esercizio dei diritti conferiti dal diritto dell'Unione. L'obiettivo è l'eliminazione di restrizioni alla protezione dei diritti individuali acquisiti dell'Unione: Corte di Giustizia, C-432/05, Unibet, EU: C: 2007: 163, paragrafo 40).

applicazione della MiFID II. Quest'ultima risulta sicuramente idonea a influenzare in modo significativo le modalità di progettazione dei contratti aventi a oggetto servizi finanziari e il modo in cui i doveri e i rimedi del diritto privato nazionale saranno interpretati e applicati dai giudici nazionali. L'inasprimento delle norme di comportamento e il rafforzamento dei meccanismi di applicazione privati riusciranno così a rafforzare il processo in corso, di europeizzazione del diritto privato e di integrazione tra regolamentazione finanziaria e diritto privato. Ne potrebbero derivare effetti positivi di non poco conto.

5. segue. La responsabilità conseguente alla violazione delle regole di condotta

Nell'ordinamento giuridico italiano, dall'attuazione delle direttive MiFID è derivata l'introduzione di un principio di graduazione dei regimi di tutela degli investitori. Al riguardo, si è effettuata una distinzione tra i vari tipi di servizi di investimento. Nelle ipotesi concernenti la gestione di portafogli e la consulenza in materia di investimenti, si è imposta all'impresa di investimento la valutazione dell'idoneità dell'operazione per il proprio cliente, in considerazione della capacità finanziaria, propensione al rischio, livello di esperienza e consapevolezza dello stesso. Dovrà, a tal fine, essere altresì considerata l'eventuale corrispondenza dell'operazione con le esigenze dell'investitore, nonché degli obiettivi perseguiti. Nel caso in cui il risultato sia negativo, grava sull'impresa uno stringente obbligo di astensione. Relativamente invece ai servizi diversi dalla gestione di portafogli e dalla consulenza in materia di investimenti, è prevista solo un'analisi volta a verificare «che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento offerto o

richiesto comporta», così come disposto dall'articolo 42 del Regolamento Consob 16190 del 29 ottobre 2007¹⁷⁵. Qualora risulti la non appropriatezza dell'operazione per l'investitore, sussiste un obbligo di comunicazione nei confronti dello stesso, al fine di garantirne un'adeguata protezione. Qualora il cliente confermi comunque la propria volontà, l'operazione può essere posta in essere dall'impresa di investimento in modo assolutamente legittimo. L'ordine dovrà essere eseguito sulla base delle istruzioni impartite dal cliente. Qualora esse siano chiare e specifiche, non potranno che porsi in essere esclusivamente gli atti per cui sono state ricevute indicazioni.

Siffatte regole di condotta sono volte alla protezione non solo dell'interesse del singolo investitore ma anche del mercato in generale, la cui integrità e certezza può ritenersi tutelata solo attraverso la predisposizione di un adeguato sistema rimediale che ne garantisca l'effettivo rispetto¹⁷⁶. Tale sistema, come l'analisi economica del diritto insegna, rappresenta un forte segnale sociale, in grado di offrire agli operatori finanziari e, in generale, a tutti i consociati, un prezzo implicito sottoforma di costo opportunità, il quale «come ogni altro prezzo, determina almeno in parte le scelte individuali»¹⁷⁷. L'apparato rimediale riveste dunque un ruolo centrale nella prevenzione, mediante la propria funzione deterrente, delle esternalità negative prodotte da comportamenti opportunistici, così come nell'internalizzazione delle stesse. Il soggetto che propone l'investimento ha la possibilità di scegliere consapevolmente le possibili

¹⁷⁵ A cui è seguito il Regolamento Consob n. 20307 del 15 febbraio 2018, recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari.

¹⁷⁶ Con riguardo alle regole di condotta cui devono attenersi gli intermediari nel prestare i servizi di investimento nei confronti dei risparmiatori, si vedano, tra i tanti: Annunziata Filippo, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993; Lobo Michele, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999; Sartori Filippo, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004; Pellegrini Mirella, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007; Giudici Paolo, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008.

¹⁷⁷ Mattei Ugo, *I rimedi*, in *La parte generale del diritto civile 2, Il diritto soggettivo*, a cura di Sacco, Rodolfo, Torino, 2001, p. 115.

conseguenze del proprio comportamento, confrontando il prezzo da pagare in caso di inadempimento, con quello dell'alternativa più conveniente a cui dovrà rinunciare qualora decidesse di adempiere.

La regolamentazione in materia è piuttosto dettagliata, ma si discute se essa sia effettivamente completa, ovvero necessiti di integrazione mediante i principi generali del diritto civile italiano. Ancora oggi, in letteratura, si discute circa il carattere aperto o chiuso di tale area del diritto. Qualora la regolamentazione applicabile alla prestazione dei servizi di investimento venisse considerata un sistema chiuso, bisognerebbe attingere esclusivamente alla disciplina introdotta dalle direttive MiFID e dai relativi decreti di attuazione. Tuttavia, il totale silenzio di tale disciplina circa i rimedi da applicare, induce a ritenere condivisibile la tesi opposta, essendo imprescindibile colmare tale lacuna mediante il ricorso ai principi generali. Trattasi, in ogni caso, di una questione circoscritta unicamente al mondo accademico. Al riguardo, la giurisprudenza non ha mai vacillato, condividendo da sempre l'idea di una necessaria integrazione delle norme di comportamento imposte dalla MiFID con le regole di correttezza, diligenza professionale e buona fede nei rapporti contrattuali¹⁷⁸.

In molti ordinamenti giuridici nazionali dell'Unione, lo strumento convenzionale di compensazione delle perdite subite dagli investitori nell'area dei servizi di investimento, è stato rinvenuto nella responsabilità civile per violazione del dovere di diligenza. Difatti, proprio da disposizioni di diritto

¹⁷⁸ Tali regole di condotta imposte alle imprese di investimento sono considerate come una specificazione delle regole generali di correttezza e buona fede stabilite dal codice civile per qualsiasi rapporto contrattuale: Rossi Filippo – Garavelli Marco, *Italy*, in *A bank's duty of care*, a cura di Bush Danny, Van Dam Cees, Oxford and Portland, Oregon, 2017, p. 159 ss. Con particolare riguardo al canone di buona fede, si veda Brutti Massimo, *Interpretare i contratti. La tradizione, le regole*, Giappichelli editore, Torino, 2017, p. 265: essa (...) indica un modello normativo, cui l'interprete si conforma nell'attribuire significato al contratto. (...) La buona fede equivale a lealtà, correttezza, solidarietà, equilibrio tra gli interessi in gioco. Il modello normativo è sovraordinato rispetto alle volontà individuali; ed ha contenuti variabili, sia perché viene di volta in volta definito in relazione ai casi concreti su cui opera l'interprete, sia perché i criteri di riferimento cambiano, con il mutare del contesto storico-istituzionale di cui sono parte.

privato, quale quelle concernenti tale dovere, diversi tribunali civili nazionali hanno ricavato norme privatistiche di assistenza, trasformate, negli ultimi decenni, in compiti regolamentari sottoposti a vigilanza e applicazione pubblica. Spesso, gli investitori, nell'esercizio di azioni private nel campo della responsabilità civile, hanno fatto ricorso al diritto contrattuale proprio dei singoli Stati membri, classico meccanismo di tutela degli interessi economici e di compensazione delle perdite finanziarie. Tuttavia, occorre precisare che la violazione del dovere di diligenza da parte di un'impresa di investimento potrebbe altresì costituire la base per una richiesta di risarcimento nel campo della responsabilità extracontrattuale. Diversi risultano i regimi adottati, a tal proposito, all'interno dei singoli Stati membri dell'Unione¹⁷⁹.

Non si riscontrano, invece, particolari differenze relativamente al canone di trasparenza cui deve essere improntata la condotta degli intermediari al fine di colmare il gap informativo esistente nel rapporto con i clienti. Si ha riguardo a un concetto che, nel corso del tempo, è stato oggetto di un'intensa attività interpretativa, culminata nel riconoscimento del pregnante obbligo, in capo

¹⁷⁹ Si considerino, ancora una volta, i Paesi Bassi e la Germania. Nella legge olandese la violazione del dovere di diligenza da parte delle imprese di investimento è stata ampiamente utilizzata come base per le richieste di risarcimento danni nella responsabilità civile. La responsabilità contrattuale è invece la principale causa di azione nell'ordinamento tedesco, con cui gli investitori possono richiedere il risarcimento delle perdite di investimento subite. Essa non è limitata esclusivamente a ciò che traspare durante la durata del contratto di investimento. È difatti previsto che la violazione del dovere di diligenza nella fase precontrattuale possa anche dare luogo a responsabilità ai sensi del § 280 BGB (codificazione in dottrina della c.d. *culpa in contrahendo*). Il *leading case* in materia è costituito dalla *Bond-decision* (BGH, 6 luglio 1993, XI ZR 12/93), controversia avente ad oggetto obbligazioni emesse da una società australiana, Bond-Finance Ltd, acquistati dagli investitori ricorrenti. L'operazione è stata posta in essere sulla base dei consigli favorevoli dati dal proprio intermediario di fiducia, senza tenere conto dell'abbassamento del *rating* creditizio delle obbligazioni da "BB" a "CCC", evidente sintomo di un rischio reale di insolvenza della società emittente. I ricorrenti, a causa delle perdite subite, hanno presentato ricorso per richiedere il risarcimento dei danni patiti, lamentando che l'intermediario a cui si erano rivolti aveva negato l'esistenza di qualsiasi rischio relativo alle obbligazioni acquistate. Tale domanda è stata accolta dalla Corte federale di giustizia tedesca, in considerazione della violazione dei doveri derivanti dal contratto di consulenza di investimento stipulato tra le parti, accuratamente indicati dal BGH, tra i quali assume particolare rilievo l'obbligo delle imprese di investimento di fornire informazioni corrette e complete, nonché una consulenza volta a una reale tutela degli interessi degli investitori.

all'intermediario, di fornire all'investitore informazioni adeguate, corrette e quanto più possibile complete¹⁸⁰. Nell'ordinamento italiano, il rispetto del dovere di trasparenza è prescritto sin dalla fase prodromica del rapporto con i clienti. In forza dell'articolo 116, co. 1, TUB, «le banche e gli intermediari finanziari rendono noti in modo chiaro ai clienti i tassi di interesse, i prezzi e le altre condizioni economiche relative alle operazioni e ai servizi offerti, ivi compresi gli interessi di mora e le valute applicate per l'imputazione degli interessi. Per le operazioni di finanziamento, comunque denominate, è pubblicizzato il tasso effettivo globale medio previsto dall'articolo 2, commi 1 e 2, della legge 7 marzo 1996, n. 108. Non può essere fatto rinvio agli usi». Tale ultima disposizione suscita particolare interesse. Viene imposto un generale divieto di rinvio agli usi non già sulla base del relativo contenuto normativo, quanto piuttosto della scarsa conoscibilità di tale fonte del diritto da parte del cliente, nel più ampio quadro di un'attenta politica di protezione dello stesso. Non è possibile un'integrazione mediante gli usi. Consentita è invece l'interpretazione conforme alle regole di mercato generalmente praticate, purché il cliente sia stato messo in condizione di conoscerne il contenuto e la relativa incidenza sul rapporto.

Nell'ottica di garantire un effettivo adempimento degli obblighi di informazione da parte dell'intermediario, sono state inoltre previste apposite norme in materia di pubblicità e informazione contrattuale. Con il disposto dell'articolo 4, co. 2, d.lgs. 14 agosto 2010, n. 141¹⁸¹ si è al riguardo superato

¹⁸⁰ Trasparenza, dunque, come "conoscibilità" degli elementi e dei fatti, e come realizzazione delle condizioni ottimali ed obiettive dalle quali dipende la consapevole, cosciente e ponderata manifestazione del consenso: Manuli Marco, *Servizi finanziari, tutela del risparmiatore e responsabilità civile*, in *Il nuovo diritto dei consumatori: il contratto, la conciliazione, la tutela collettiva*, a cura di Iurilli Cristiano e Vecchio Gianfrancesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 237 – 340.

¹⁸¹ Attuazione della direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito ai consumatori, nonché modifiche del titolo VI del testo unico bancario (decreto legislativo n. 385 del 1993) in merito alla disciplina dei soggetti operanti nel settore finanziario, degli agenti in attività finanziaria e dei mediatori creditizi. (10G0170) (GU Serie Generale n.207 del 04-09-2010 - Suppl. Ordinario n. 212).

l'obbligo precedentemente previsto di affissione di avvisi, nei locali della banca, contenenti le condizioni generali applicate. Si è ritenuto, a buon ragione, di scarsa utilità. Il comma 1 bis della medesima disposizione prevede invece che «le banche e gli intermediari finanziari rendono noti gli indicatori che assicurano la trasparenza informativa alla clientela, quali l'indicatore sintetico di costo e il profilo dell'utente, anche attraverso gli sportelli automatici e gli strumenti di accesso tramite internet ai servizi bancari». Si è dunque fatto leva su un reale ed efficiente sistema informativo, fondato altresì sulla predisposizione di documenti di informazione, quali guide, e di fogli informativi contenenti l'indicazione degli elementi essenziali per la descrizione del contenuto dei contratti da stipulare con i clienti. Si è assistito progressivamente all'affermarsi di un nuovo concetto di trasparenza, non più meramente orientata a una standardizzazione dell'offerta finanziaria alla clientela – resa mediante documenti così simili all'offerta al pubblico, da rendere necessaria la precisazione della non applicabilità ad essi dell'articolo 1336 c.c. –, quanto piuttosto a una generica ma concreta funzione informativa, finalizzata a rendere effettivamente edotto il mercato¹⁸².

L'eventuale inottemperanza al dovere di trasparenza rileverà sicuramente sul piano amministrativo, ma non solo. È lo stesso articolo 117, co. 6, TUB, che vincola l'azione dell'intermediario alle condizioni pubblicizzate, riconoscendo in esse un limite al relativo potere di autodeterminazione e di imposizione alla controparte delle condizioni contrattuali: «sono nulle e si considerano non apposte le clausole contrattuali di rinvio agli usi per la determinazione dei tassi di interesse e di ogni altro prezzo e condizione praticati nonché quelle che

¹⁸² La prevenzione dei rischi e il perseguimento dell'ottimizzazione delle dinamiche contrattuali pare non possano avere altro percorso se non quello coincidente con una reinterpretazione della trasparenza, che è destinata ad assumere un ruolo specifico nella disciplina dei contratti c.d. squilibrati, mirando a rendere quanto più possibile chiaro il contenuto dei singoli rapporti contrattuali, attribuendo loro una maggiore e tangibile certezza: Greco Fernando, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Responsabilità civile e previdenza*, fasc. 2, 1 febbraio 2017, p. 0398B.

prevedono tassi, prezzi e condizioni più sfavorevoli per i clienti di quelli pubblicizzati». La pubblicizzazione rappresenta dunque una linea di confine, al di là della quale la determinazione di condizioni peggiorative è idonea ad inficiare la validità stessa dell'originaria manifestazione di volontà contrattuale. Al riguardo, autorevoli giuristi si sono interrogati circa l'applicabilità del divieto di *reformatio in peius* in caso di assoluta mancanza di pubblicità. Si è rilevato che il regime di pubblicità disciplinato dall'articolo 116 TUB, riveste una mera funzione suppletiva, operante laddove manchi l'indicazione di un elemento economico dell'accordo negoziale. L'effettivo assolvimento degli obblighi di pubblicità non rappresenta altro che una specificazione del dovere di buona fede, la cui violazione potrebbe astrattamente costituire fonte di responsabilità. A tal fine, occorre però una unitaria valutazione dei comportamenti precontrattuali e contrattuali imposti all'impresa di investimento, in considerazione delle condizioni che hanno condotto alla instaurazione del rapporto negoziale. Fondamentale, pertanto, è prestare attenzione agli elementi conoscitivi e volitivi propri del cliente. Di converso, risulta assai difficile ritenere sussistente una responsabilità precontrattuale dell'intermediario per mancata stipula di un contratto di investimento, solamente a causa di una carente pubblicizzazione degli elementi fissati nell'articolo 116 TUB. Qualora la trattativa non si sia conclusa con la stipula di un contratto, siffatta omissione appare infatti irrilevante ai fini del riconoscimento di una responsabilità ex articolo 1337 c.c., in mancanza di ulteriori elementi di mala fede e slealtà¹⁸³. Occorre però evidenziare che l'improvviso arresto delle trattative, insieme al tradimento dell'affidamento,

¹⁸³ Ciò nonostante, non può però escludersi la possibilità di ravvisare in capo all'intermediario un obbligo risarcitorio derivante da responsabilità precontrattuale, per il fatto di avere tenuto nel concreto una condotta che – al di là delle valutazioni tecniche in ordine al merito creditizio – si sia rivelata tale da avere ingenerato nel richiedente un legittimo affidamento sulla positiva conclusione delle trattative. In tal caso, l'omessa conclusione del contratto consente di ravvisare nell'eventuale rottura delle stesse come fonte di responsabilità: Di Brina Leonardo – Picardi Francesca, *Il contenzioso bancario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019, p. 13 ss.

costituiscono temi dalla particolare complessità che richiedono un accertamento prognostico sul possibile esito della negoziazione in condizioni di normalità, ragionevolezza e correttezza, in forza di dati assolutamente oggettivi¹⁸⁴.

È dunque evidente che la disciplina che regola i mercati finanziari e le relative attività predispone un attento e sempre più definito quadro di tutele volte a soddisfare il c.d. *need of protection* nei confronti della controparte negoziale dell'intermediario. Col susseguirsi degli interventi normativi e delle pronunce giurisprudenziali, si è avuto modo di definire un quadro di regole di condotta ben precise, volte al superamento dell'iniziale divario informativo tipico della relazione contrattuale tra intermediario e investitore. Siffatte norme sono raccolte nel capo II, titolo II, TUF, il quale si apre con una norma articolata e complessa, l'articolo 21. Tale disposizione, al comma 1, fissa le coordinate che devono orientare l'attività degli intermediari e cristallizza parametri di riferimento valevoli per tutti i servizi di investimento: «nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento e accessori i soggetti abilitati devono: a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati; b) acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali corrette, chiare e non fuorvianti; d) disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi e delle attività». Viene così posto un collegamento sinergico tra l'obiettivo di protezione del cliente e la tutela dell'integrità dei mercati. Dall'intreccio tra tali fini, deriva che

¹⁸⁴ In più occasioni, al riguardo, è stato chiamato a pronunciarsi l'Arbitro bancario finanziario. In particolare, si è tentato di valutare, con riferimento a casi specifici, se l'intermediario che abbia contravvenuto agli obblighi di trasparenza, abbia però posto in essere un comportamento conforme a buona fede e correttezza. Ad esempio, sono stati valutati alcuni casi di mancata acquisizione dei documenti prescritti dalla disciplina vigente. È stato rilevato che qualora essa sia determinata da una scelta del cliente, alcuna censura può essere mossa nei confronti dell'intermediario. Ciò soprattutto qualora sia stata redatta un'apposita dichiarazione con cui il cliente abbia rinunciato esplicitamente a ricevere un'informativa precontrattuale completa, ovvero comprensiva della copia del contratto.

la prima trova nella seconda «anche il proprio limite, sia perché il comportamento dell'intermediario deve tendere alla salvaguardia del mercato non meno che all'interesse del singolo cliente, sia perché l'efficienza dell'attività, in quanto elemento che contribuisce all'efficienza del settore, finisce per essere anche misura del grado di diligenza e correttezza impostigli»¹⁸⁵. La tensione fra le due finalità emerge a gran voce nell'evoluzione della disciplina dell'informazione, che nel tempo ha visto modificarsi molteplici volte il livello di tutela individuale del cliente. Rilevanti trasformazioni si sono registrate, in particolare, in seguito all'attuazione delle direttive MiFID, inserite all'interno di un quadro nazionale già ben definito e vincolante. Perno centrale dell'intero sistema è l'idea dell'importanza di una effettiva informazione ai fini della valida formazione di un consenso realmente informato. A tal fine, l'effettività necessita dell'uso di un codice di comunicazione condiviso, idoneo alla trasmissione di informazioni rese su base personalizzata, che siano quanto più possibile comprensibili ed efficaci.

Di poi, l'articolo 23 TUF detta specifiche norme sui contratti relativi alla prestazione di servizi di investimento¹⁸⁶. In particolare, sancisce un obbligo di consegna del relativo esemplare, rispetto al quale ci si è interrogati circa le conseguenze della mancata ottemperanza. Al riguardo, si rilevano due differenti linee di pensiero. Quanti hanno ritenuto tale adempimento come un

¹⁸⁵ Cian Marco, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E., Lener R., 2° ed., Utet, 2011, t. I, p. 216.

¹⁸⁶ V'è convergenza di opinioni nel ritenere che il legislatore, in tali norme, ha indicato come obiettivi del suo intervento la «diligenza, correttezza e trasparenza» dei soggetti abilitati alla prestazione dei servizi d'investimento, avendo di mira l'«interesse dei clienti» e l'«integralità dei mercati», vale a dire finalità che si pongono a base di ogni disegno che ha come oggetto la tutela degli investitori. A ben considerare, la realizzazione di quest'ultima trova compendio, per un verso, in un *agere* particolarmente attento dell'intermediario, che si conformi all'*interesse del cliente* (e, dunque, gli consenta di superare le asimmetrie informative che, per motivazioni diverse, connotano la sua posizione), per altro nella presenza di condizioni che, assicurando il buon funzionamento del sistema finanziario, garantiscono la stabilità e l'*integrità dei mercati*: Capriglione Francesco, *Un secolo di regolazione*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione F., Cedam, II edizione, tomo I, 2010, p. 116.

momento caratterizzante l'iter formativo del negozio, hanno individuato quale rimedio la nullità del contratto, così come avviene in caso di mancato rispetto del requisito della forma scritta¹⁸⁷. Di contro, coloro che hanno individuato nell'obbligo di consegna di una copia al cliente il mero adempimento di un'attività strettamente legata alla fase esecutiva di un contratto già perfezionato, hanno sostenuto che l'eventuale violazione non sia causa di invalidità del contratto. Tale tesi, maggiormente condivisa in dottrina, riconosce quale solo rimedio esperibile l'eventuale azione di adempimento e di risarcimento danni. Al riguardo, sia consentito però dubitare della probabilità del verificarsi degli stessi. È necessario evidenziare che, negli ultimi anni, i Giudici di legittimità hanno messo in luce lo stretto collegamento esistente tra consegna di una copia al cliente e sottoscrizione del contratto di investimento, ai fini dell'ottemperanza del fondamentale dovere informativo prescritto a carico dell'intermediario¹⁸⁸. Si è così rivalutata la funzione della consegna,

¹⁸⁷ Si ritiene che la redazione per iscritto dei contratti salvaguardi l'interesse del cliente a una chiara percezione del contenuto del contratto e, pertanto, quello a una ponderata adesione al modello negoziale predisposto (nella normalità delle ipotesi) dalla controparte bancaria, a una consapevole accettazione di tutte le condizioni e le implicazioni del rapporto, anche in proiezione futura. La principale funzione della forma scritta appare dunque quella di assicurare effettività alle norme che, a tutela del cliente, prevedono la necessaria indicazione in contratto di tutte le condizioni economiche, con divieto di rinvio agli usi, nonché la necessaria approvazione in forma specifica di talune clausole: Di Brina Leonardo – Picardi Francesca, *Il contenzioso bancario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019, p. 17 ss.

¹⁸⁸ Cass., Sez. Un., 16 gennaio 2018, n. 898: «Si coglie quindi la chiara finalità della previsione della nullità, volta ad assicurare la piena indicazione al cliente degli specifici servizi forniti, della durata e delle modalità di rinnovo del contratto e di modifica dello stesso, delle modalità proprie con cui si svolgeranno le singole operazioni, della periodicità, contenuti e documentazione da fornire in sede di rendicontazione, ed altro come specificamente indicato, considerandosi che è l'investitore che abbisogna di conoscere e di potere all'occorrenza verificare nel corso del rapporto il rispetto delle modalità di esecuzione e le regole che riguardano la vigenza del contratto, che è proprio dello specifico settore del mercato finanziario. Va da sé che la finalità protettiva nei confronti dell'investitore si riverbera in via mediata sulla regolarità e trasparenza del mercato del credito». (...) «Ed infatti, atteso che, come osservato da attenta dottrina, il requisito della forma scritta ex art. 1325, n. 4, c.c. va inteso nella specie non in senso strutturale, ma funzionale, avuto riguardo alla finalità propria della normativa, ne consegue che il contratto-quadro deve essere redatto per iscritto, che per il suo perfezionamento deve essere sottoscritto dall'investitore, e che a questi deve essere consegnato

riconsiderata quale elemento proprio della fase genetica del contratto, e, dunque, non solo di quella meramente esecutiva. In seguito a tale decisione, l'orientamento che a lungo è risultato prevalentemente condiviso, si troverà a fare i conti con una nuova impostazione giurisprudenziale che, seppur sorta relativamente allo specifico caso di accordi negoziali sottoscritti dal solo cliente, non mancherà di far discutere. Intanto però, almeno nelle ipotesi di accordi negoziali sottoscritti contestualmente da entrambe le parti, la consegna dovrebbe conservare la propria funzione puramente informativa, la quale non deve però tradursi in una ingiustificata presunzione di consapevolezza dell'investitore. La consegna di una copia al cliente, rappresenta infatti semplicemente uno dei tanti strumenti di cui ha inteso servirsi il legislatore per ridurre le asimmetrie informative tra le parti, inidoneo a trasformare un cliente non professionale in investitore consapevole in grado di assumersi in piena coscienza i rischi dell'investimento effettuato, nonché di tutelare in assoluta autonomia i propri interessi. In ogni caso, quale che sia la funzione che voglia attribuirsi all'obbligo di consegna, ai fini di un corretto adempimento dei doveri posti in capo all'intermediario, occorre che le informazioni date rispettino precisi standard e che siano «corrette, chiare e non fuorvianti» (art. 36, co. 1, Reg. intermediari). Al riguardo, l'adeguatezza dell'informazione, rispetto alla particolare situazione propria del singolo investitore, rappresenta ancora oggi un criterio funzionale di primaria importanza, idoneo a rafforzare le regole informative previste a livello regolamentare, nonché ad attenuarne, allo stesso tempo, la rigidità. Essa richiede che l'operatore finanziario calibri gli obblighi informativi in considerazione delle peculiari esigenze informative proprie del singolo rapporto¹⁸⁹. L'articolo 11, co. 1, punto 5, della direttiva n. 93/22/CEE¹⁹⁰,

un esemplare del contratto, potendo risultare il consenso della banca a mezzo dei comportamenti concludenti sopra esemplificativamente indicati».

¹⁸⁹ Il canone dell'adeguatezza deve essere inteso come la ricerca di ciò che appare ragionevolmente soddisfacente rispetto alle concrete esigenze del cliente; è, quindi,

rappresenta una primaria fonte di tale criterio, costituendo l'anello di congiunzione con i principi generali dell'ordinamento giuridico italiano. In tal modo, è possibile dare applicazione agli obblighi informativi in ogni fase del rapporto, con specifica gradazione e intensità, facendo perno sui principi fondamentali di buona fede oggettiva e di professionalità.

Le difficoltà sorte dalla necessità di contemperare il soddisfacimento delle esigenze degli investitori, con le strategie imprenditoriali proprie degli intermediari finanziari, hanno comportato la progressiva creazione di una disciplina frastagliata, caratterizzata dalla compresenza dei diversi regimi di adeguatezza, di appropriatezza e di *execution only*, con le relative regole diversamente operanti in considerazione delle diverse fasce di clientela. Siffatti regimi sono stati oggetto di cambiamenti in seguito all'attuazione delle direttive MiFID che hanno scomposto la previgente regola fondata su un unico criterio di adeguatezza. Si è trattato di un intervento necessario, in riferimento a un sistema che non risultava più idoneo a fare i conti con offerte caratterizzate da servizi finanziari intimamente diversi l'uno dall'altro e, sempre con maggiore frequenza, composti da prodotti complessi. Il bisogno di cambiamento ha reso necessaria una parcellizzazione dei regimi, con gradazione dell'onerosità per

sostanzialmente diverso dal principio della consapevolezza, che attiene alla qualità dell'informazione: una informazione completa e comprensibile non rende comunque adeguato un prodotto, che tale non è rispetto ad un determinato cliente: Sabatelli Emma, *A proposito di trasparenza dell'operatività* bancaria, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.6, 1 dicembre 2013, p. 783 ss.

¹⁹⁰ «Gli Stati membri elaborano le norme di comportamento che le imprese di investimento devono osservare in permanenza. Tali norme devono porre in atto almeno i principi di cui ai trattini seguenti e devono essere applicate in modo da tenere conto della natura professionale della persona a cui è fornito il servizio. Se opportuno, gli Stati membri applicano queste norme anche ai servizi accessori di cui all'allegato, sezione C. Questi principi obbligano l'impresa d'investimento a: (...) trasmettere adeguatamente le informazioni utili nell'ambito dei negoziati con i suoi clienti».

l'impresa di investimento, tenendo conto della concreta esigenza di tutela del singolo cliente, in relazione anche alla tipologia di servizio prestato¹⁹¹.

Tuttavia, occorre chiedersi fin dove possa spingersi lo strumento dell'adeguatezza, onde evitare che esso possa dare vita a valutazioni meramente discrezionali circa la definizione dei doveri di informazione rimessi, in prima battuta, all'intermediario.

Al riguardo si consideri che, al di là di qualsivoglia valutazione relativa al caso concreto, negli ultimi decenni, si è posta in essere un'intensa attività di standardizzazione dell'informazione, al fine di garantire l'efficienza e la competitività delle offerte – in particolar modo di quelle seriali, rivolte *in incertam personam* –. Si evidenziano, in particolare, due significative innovazioni, consistenti nella necessaria indicazione della natura dello strumento finanziario – quale celebre indice di autovalutazione del rischio – nonché dei costi e oneri connessi all'operazione. Tale ultima indicazione deve essere fornita al cliente con cadenza annuale, per tutto il periodo dell'investimento.

L'intero complesso normativo descritto in materia di servizi di investimento è sottoposto, nella sua applicazione pratica, al rispetto del principio di proporzionalità della regolamentazione, «intesa come criterio di esercizio del potere adeguato al raggiungimento del fine, con il minore sacrificio degli interessi dei destinatari» (art. 6 TUF). Siffatto principio non può che essere declinato in funzione della tipologia del servizio finanziario erogato e del cliente. Pertanto, la generalità della clientela è stata divisa in tre fasce: clienti al dettaglio, controparti qualificate e clienti professionali. All'interno di tali fasce è

¹⁹¹ Al più pregante regime di adeguatezza sono assoggettati i soli servizi di consulenza e di gestione di portafogli, nella cui prestazione l'intermediario è onerato di valutare l'adeguatezza dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari raccomandati non solo con riguardo alla conoscenza ed esperienza in materi di investimenti già maturata dal cliente, ma anche con specifico riferimento alle sue tolleranza al rischio e capacità di sostenere perdite: Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, p. 110 ss.

consentita una certa mobilità (il c.d. sistema degli ascensori), tenendo conto della singola operazione e delle relative condizioni. La raccolta delle necessarie informazioni soggettive riguardanti il cliente, da parte dell'intermediario, risente dell'appartenenza a una specifica fascia, ben potendo variare il contenuto degli obblighi informativi in considerazione della pregressa esperienza dell'investitore e, in particolare, in maniera inversamente proporzionale rispetto alla stessa. In nessun caso, però, l'intermediario è totalmente esonerato dall'adempimento di tali obblighi, rilevando l'eventuale possesso dei requisiti di particolare professionalità nel settore finanziario, richiesti dalla direttiva MiFID, solo ai fini di una attenuazione del livello di protezione degli investitori. L'intermediario è dunque tenuto ad attenersi al rispetto del profilo proprio della categoria di appartenenza del cliente, sia esso un investitore occasionale o un risparmiatore avvezzo agli investimenti o, ancora, un esperto speculatore. Ciò anche, e soprattutto, qualora l'investitore si rifiuti di fornire notizie necessarie per la relativa qualificazione, non potendo tale circostanza rappresentare in alcun modo causa di esonero da responsabilità di eventuali errori di valutazione dell'intermediario.

All'interno della MiFID II, siffatti parametri di segmentazione della clientela, con i principi di diritto che gli sono propri, sono stati in linea di massima confermati. Tuttavia, al fine di perseguire una generalizzata stabilità finanziaria, essa è stata mitigata. In particolar modo, la tutela apprestata nei confronti del cliente professionale si sovrappone sostanzialmente a quella propria del cliente al dettaglio, in riferimento alla cui specifica posizione è dato rinvenire ben poche disposizioni. Allo stesso modo, il generale obbligo di agire in modo onesto, equo e professionale (art. 30), trova applicazione anche nei confronti delle controparti qualificate, le quali «dovrebbero essere considerate in qualità di clienti» (considerando 103). Tale rivisitazione delle tradizionali rigide classificazioni della clientela origina dall'idea che una non adeguata

protezione degli investitori possa costituire causa di rischi sistemici, nonché dalla constatazione che «la crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti della capacità dei clienti non al dettaglio di valutare il rischio dei loro investimenti» (considerando n. 104). Ciò nonostante, anche nella MiFID II permane una generica classificazione della clientela¹⁹², caratterizzata però dalla rimozione di qualsivoglia astratto automatismo di catalogazione e dal rafforzamento della tutela di ogni singola categoria. Siffatte innovazioni, nell'ordinamento italiano, risultano in parte già recepite all'interno del TUF. In altra parte, dovranno essere ricomprese all'interno di fonti regolamentari. La nozione di controparte qualificata è data dall'articolo 6, co. 2 *quater*, lett. d, TUF. Essa comprende sia i governi nazionali che i diversi soggetti che esercitano la propria attività nel mercato finanziario in qualità di operatori professionali. Tutto ciò implica una rarefatta applicazione delle regole di comportamento poste a carico degli intermediari, che sono state intensificate con le direttive MiFID mediante un richiamo ai generali obblighi in materia informativa e al dovere di agire in modo onesto, equo e professionale anche verso le controparti qualificate. Il TUF, limitandosi a prevedere una differente competenza nella definizione dei criteri di accesso alla categoria, in considerazione della natura pubblica o privata del soggetto¹⁹³, rimette invece alla normativa secondaria la definizione di cliente professionale. Sul punto, la normativa secondaria risulta informata

¹⁹² Da un lato, infatti, anche nel nuovo sistema permangono alcune funzioni assolute dalla distinzione nel vigore della MiFID I. Così, per esempio, la valutazione di adeguatezza e appropriatezza è soggetta a regole diverse a seconda della classificazione del cliente (artt. 54, par. 2 e 3; 56, par. 1, Regolamento delegato MiDIF II); mentre, come si è appena visto, l'estensione del regime di trasparenza tiene conto, in alcuni casi, della qualità del cliente. Per altro verso, la distinzione risponde, invece, a finalità nuove: svolge un ruolo di particolare importanza nella definizione del *target market* nel contesto della disciplina di *product governance* (artt. 9, par. 9, e 10, par. 2, Direttiva delegata MiFID II) e conforma le regole per la prestazione di servizi da parte di intermediari di Paesi terzi (artt. 46-49 MiFIR; art. 39, par. 1, MiFID II): Perrone Andrea, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 1, febbraio 2019, p. 14.

¹⁹³ Nel caso di soggetto pubblico, è competente il Ministero dell'economia, sentite la Consob e la Banca d'Italia. Qualora invece si abbia riguardo a un soggetto privato, la competenza è della Consob, sentita la Banca d'Italia.

alle regole dettate dalle direttive MiFID. Specifica definizione dei criteri di qualificazione di tale categoria di cliente, sono rinvenibili anche all'interno della MiFID II¹⁹⁴. «Un cliente professionale è un cliente che possiede l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi che assume» (allegato 3 del Regolamento n. 16190/2007).

Lo strumento principale utilizzabile per la classificazione del cliente è dato dalle informazioni dallo stesso fornite, le quali tuttavia non sono idonee ad essere considerate autosufficienti. La scarsa disciplina prevista al riguardo dall'articolo 21, co. 1, lett. b, TUF, è stata integrata con le disposizioni proprie del regolamento delegato MiFID II 2017/565, che prescrivono, oltre a un obbligo attivo di illustrazione dei rischi dell'operazione (c.d. *know your erchandise rule*), anche un obbligo passivo di raccolta delle informazioni necessarie alla valutazione di adeguatezza dell'operazione (c.d. *know your custode rule*). Proprio con riguardo a questi ultimi la disciplina MiFID è intervenuta innovando la disciplina, con previsione di una finalità funzionale alla tutela degli interessi del risparmiatore e, dunque, alla effettiva applicazione delle regole di appropriatezza e adeguatezza. A carico dell'intermediario è posto, a tal fine, un obbligo di acquisizione delle «informazioni necessarie» dai propri clienti. Primaria importanza, a tal fine, è attribuita al principio di *suitability rule*. In forza di tale principio, l'intermediario, nel caso in cui ritenga che l'investimento non sia conforme alle caratteristiche dell'investitore, deve informare lo stesso di tale circostanza e deve astenersi dal raccomandarlo. Ai fini del proprio esonero dalla responsabilità, l'intermediario è tenuto dunque a provare che, avendo

¹⁹⁴ Si tratta di regole che incidono su uno dei profili più delicati riscontrati nella precedente esperienza normativa, nell'ambito della quale si vedeva attribuire con qualche leggerezza la qualifica di cliente professionale, dando luogo ad ampia conflittualità e contrastante giurisprudenza, che ancora continua a pronunciarsi sull'art. 31 del risalente reg. intermediari 'pre-MiFID': Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018, p. 99 ss.

valutato la situazione propria di uno specifico investitore rispetto all'operazione da porre in essere, ha fornito al cliente ogni informazione necessaria per una scelta consapevole e ne ha, eventualmente, consigliato l'astensione. Occorre che lo svolgimento di tali attività avvenga con la dovuta specificità e precisione, onde evitare che le prescrizioni normative vengano svuotate del significato e del valore che le sono proprie. Solo in tal modo, potranno considerarsi rispettati i fondamentali doveri di correttezza e buona fede contrattuale¹⁹⁵.

Alcun flusso informativo dal cliente all'impresa è invece richiesto con riguardo ai servizi prestati su iniziativa dell'investitore, consistenti nella mera ricezione o esecuzione di ordini (c. d. *execution only*), aventi ad oggetto strumenti non

¹⁹⁵ Si pensi, a titolo esemplificativo, a una possibile contestazione di inadempienza avanzata da un investitore nei confronti di un intermediario finanziario con riguardo all'avvenuto acquisto di titoli di stato, quali i Bond argentini. L'intermediario è tenuto, ai fini di una corretta valutazione del rischio specifico di insolvenza dell'emittente, ad apprezzare la solidità patrimoniale delle società emittenti e le prospettive economiche delle medesime. Con specifico riferimento ai titoli di debito, il rischio di insolvenza dell'emittente si riflette nella misura degli interessi che tali obbligazioni garantiscono all'investitore, essendo quindi necessario, al fine di fornire una compiuta informazione, procedere ad un attento confronto con i tassi di interesse corrisposti sul mercato da emittenti generalmente considerati solidi ed in particolare con il rendimento offerto dai titoli di Stato. Pertanto, avuto riguardo all'indicato profilo virtuale dell'investitore, l'intermediario è tenuto a informare il proprio cliente non soltanto dei rischi generici connessi all'elevato tasso di rendimento dei titoli ma anche degli ulteriori specifici elementi conoscitivi (andamento dei bilanci e politica economica dello Stato estero emittente, solidità patrimoniale, grado di affidabilità riconosciuto dalle più note agenzie internazionali, rischio di *default* con conseguente perdita anche del capitale investito) volti ad individuare in modo più approfondito le caratteristiche proprie dell'emittente fornendo così una preventiva e compiuta rappresentazione della peculiare situazione economica-finanziaria dello Stato Argentino (anche la previa conoscenza dell'acquisto dei titoli "fuori dei mercati regolamentati" costituisce un elemento indispensabile di valutazione per consentire una corretta scelta del cliente, come risulta chiaramente anche dall'art. 1 comma 1 lett. a-b del reg. "mercati" della Consob n. 11768 del 23.12.1998 che richiede la previa autorizzazione espressa del cliente, autorizzazione che nella specie è mancata). Sicché, l'esigenza di colmare l'asimmetria informativa tra le parti del rapporto, fa sì che l'intermediario non possa limitarsi a consegnare all'investitore un documento sui rischi generali degli investimenti, in quanto le astratte e generiche avvertenze in esso contenute non esauriscono le altre indispensabili informazioni volte a definire – con riferimento alle concrete circostanze – in modo chiaro e trasparente il concreto rischio specifico dello Stato emittente, mediante il confronto della alta redditività dei bond-Argentina con i tassi di interesse offerti sul mercato da altri soggetti emittenti, ovvero altrimenti necessarie a dimensionare l'effettivo rischio dell'investimento sulle concrete caratteristiche (solidità patrimoniale; prospettive di sviluppo economico; accreditamento internazionale) dell'emittente.

complessi. Al riguardo, l'intermediario non è tenuto all'adempimento di nessun obbligo di valutazione. È sufficiente un'avvertenza standardizzata, volta a rendere il cliente «chiaramente informato che, nel prestare tale servizio, l'intermediario non è tenuto a valutare l'appropriatezza e che pertanto l'investitore non beneficia della protezione offerta dalle relative disposizioni» (art. 43, co. 1, lett. c., Reg. intermediari¹⁹⁶).

Inoltre, l'esecuzione degli ordini dati dall'investitore deve essere posta in essere alle condizioni maggiormente favorevoli per il cliente, nel rispetto della regola di *best execution*. A tal fine, gli intermediari sono tenuti ad adottare «misure sufficienti per ottenere, allorché eseguono ordini, il miglior risultato possibile per i loro clienti, tenuto conto del prezzo, dei costi, della rapidità e della probabilità di esecuzione e di regolamento, delle dimensioni e della natura dell'ordine o di qualsiasi altra considerazione pertinente ai fini della sua esecuzione. Tuttavia, ogniqualvolta esistano istruzioni specifiche date dal cliente, l'impresa di investimento è tenuta ad eseguire l'ordine seguendo tali istruzioni» (art. 27, co. 1, MiFID II). Sia consentito sottolineare, al riguardo, la scelta fatta dal legislatore europeo nell'utilizzo dell'espressione «misure sufficienti», la quale indubbiamente segna un superamento della disciplina previgente, fondata sull'obbligo di adozione, a carico dell'impresa di investimento, di «tutte le misure ragionevoli».

Dunque, l'intermediario è tenuto all'adempimento di precipui obblighi volti alla protezione degli interessi del proprio cliente, nel rispetto del rapporto di fiducia tra gli stessi intercorrente. Relativamente alle relative violazioni, in seguito alle molteplici vicende di risparmio tradito portate dinanzi ai tribunali nazionali, si è assistito negli anni alla creazione di un apparato di pronunce giurisprudenziali dalle dimensioni smisurate. Si è al riguardo esplorato ogni rimedio giuridico, anche solo astrattamente immaginabile, in riferimento al

¹⁹⁶ Adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018.

quale si è poi discusso circa la relativa fondatezza. In particolare, è stato individuato un insieme di obbligazioni da adempiere prima della stipula del contratto, in riferimento al quale, ai fini della valutazione del sorgere di un'eventuale responsabilità precontrattuale, si è ritenuto necessario valutare la correttezza dell'approccio adottato dall'intermediario nel condizionare le scelte di investimento dei propri clienti. Tuttavia, in alcuni casi, è stata altresì riconosciuta una responsabilità extracontrattuale qualora dall'attività negligente dell'impresa di investimento derivassero danni nei confronti della collettività, del mercato in generale. In siffatta ipotesi, si è riconosciuto il diritto di ciascun investitore – seppur non legato da alcun rapporto contrattuale con l'intermediario – di agire per il risarcimento dei danni subiti, al fine di garantire concreta tutela alle proprie aspettative economiche. Al riguardo, si è evidenziata la necessaria sussistenza di tutti i presupposti richiesti dalla legge per il riconoscimento di tale responsabilità, consistenti nel verificarsi di un danno a discapito dell'investitore, nell'ingiustizia di tale danno e, infine, nella sua dipendenza da un fatto prodotto da un comportamento dell'intermediario. Si è potuto constatare, nel corso del tempo e con il susseguirsi delle pronunce giurisprudenziali sul tema, la prevalenza di cause per il risarcimento di danni prodotti da inadempimenti contrattuali. In siffatte ipotesi, è stato riconosciuto il diritto alla risoluzione solo nei casi di effettivo riscontro, nella fattispecie concreta, della non scarsa importanza dell'inadempimento dell'intermediario, ai fini del cui accertamento alcun rilievo è attribuito al complessivo esito degli investimenti posti in essere. Al riguardo, si è assistito al superamento dell'orientamento cristallizzato con la sentenza n. 26724/07 delle Sezioni Unite, con cui si riconosceva il solo diritto alla risoluzione del contratto di intermediazione, destinato a disciplinare i successivi rapporti tra le parti – c. d. contratto quadro, che, per alcuni specifici aspetti, può essere accostato alla figura del mandato – e non già delle singole operazioni di investimento che,

seppure aventi natura negoziale, erano considerate prive di autonoma causa e qualificate come meri momenti attuativi del programma contenuto nel contratto quadro. La più recente giurisprudenza in materia ha segnato un mutamento radicale di prospettiva. Risulta oggi ormai largamente condivisa l'idea che, al cospetto dell'inadempimento di obblighi gravanti sull'intermediario, potrà avere luogo tanto la risoluzione del contratto quadro, quanto dei singoli ordini di investimento. Questi ultimi sono stati riconosciuti come nuclei portanti dell'attività di investimento in quanto momenti decisionali, dotati di una propria autonomia negoziale che ne rende possibile la risoluzione. «A fronte dell'inadempimento dell'intermediario degli obblighi imposti dalla normativa di legge e di regolamento Consob, l'investitore, contraente non inadempiente, ben può agire per la sola risoluzione dei singoli ordini di investimento nei quali il detto inadempimento si è consumato, fermo comunque restando il necessario riscontro che trattasi, in concreto, di inadempimento di non scarsa importanza rispetto all'ordine per il quale si è verificato»¹⁹⁷. Trattasi di un rimedio la cui efficacia retroattiva determina, al pari della nullità, la restituzione del *tantundem* dell'investimento. Ne deriva che, in conseguenza dell'inadempimento dell'intermediario, è riconosciuto, oggi, il diritto dell'investitore di risolvere *in toto* o *pro parte* il contratto, qualora non abbia interesse all'adempimento parziale. Permane altresì la possibilità di optare, invece, per l'esecuzione coattiva della parte inadempita, in considerazione del criterio della "intrinseca

¹⁹⁷ Cass. Civ., Sez. I, 23 maggio 2017, n.12937, con nota di Lemetre Francesco, *Inadempimento degli obblighi dell'intermediario e autonoma - risolvibilità dei singoli ordini di investimento*, in *Il Corriere Giuridico* n. 6/2018, p. 776 ss.: «La possibilità per l'investitore - quale contraente non inadempiente - di indirizzare l'azione, a seconda del suo interesse, nel senso della caducazione dell'intero rapporto con l'intermediario o verso la caducazione di solo alcune parti di esso, rinvia funditus il proprio addentellato nelle regole proprie del comune diritto contrattuale. Laddove si condizioni la caducazione dei singoli ordini alla caducazione dell'intero rapporto (*in claris loquendo*, del contratto quadro), significherebbe - secondo la Suprema corte - far perdere al contraente non inadempiente (cioè l'investitore) le utilità che pure il rapporto gli ha arrecato per transitarle a vantaggio del contraente inadempiente (nel caso di specie l'intermediario), in spregio chiaramente alla *ratio* dell'art. 1453 c.c.».

scindibilità” delle prestazioni. Risulta dunque confermato l’avvenuto tramonto del dogma dell’intangibilità del rapporto contrattuale – in forza del quale non vi era altra scelta se non la permanenza dell’intero contratto o l’integrale risoluzione di esso – a favore della ormai consolidata ammissibilità della risoluzione parziale. Tale rimedio, eventualmente, potrà poi concorrere con il risarcimento dei danni sofferti, tra i quali sono ricompresi anche i possibili danni futuri, purché prevedibili ai sensi dell’articolo 1225 c. c., non dovendosi dimenticare che «nella responsabilità contrattuale vi è un programma delle parti, e quindi ricorre l'esigenza di circoscrivere la responsabilità contrattuale rispetto ad un rischio specifico di danno»¹⁹⁸. I danni risarcibili consistono non solo nelle perdite subite dal patrimonio del cliente, ma anche nel lucro cessante, purché conseguenza diretta e immediata dell’inadempimento (articolo 1223 c. c.). Nella determinazione del valore dei danni risarcibili, dovrà essere rispettato il principio di equivalenza tra danno e riparazione, la c. d. *compensatio lucri cum damno*, in riferimento ai cui presupposti e al cui ambito di operatività si sono, da ultimo, pronunciate le Sezioni Unite della Corte di Cassazione con quattro sentenze gemelle¹⁹⁹. Qualora i danni non siano stati causati da un inadempimento dell’intermediario, potranno essere risarciti solo quelli che lo stesso avrebbe potuto prevedere al momento della nascita dell’obbligazione. Inoltre, se la colpa dell’investitore ha contribuito alla produzione del danno, il risarcimento è ridotto in considerazione della gravità e dell’entità delle relative conseguenze. Il risarcimento non è dovuto con riguardo a tutti i danni che il risparmiatore avrebbe potuto evitare usando l’ordinaria diligenza. Tale principio sembra costituire un adeguato argine contro comportamenti

¹⁹⁸ Visintini Giovanna, *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, 1999, p. 215.

¹⁹⁹ Cass., Sez. Un., nn. 12564/5/6/7 del 22 maggio 2018.

opportunistici, che portano ad esperire azioni legali nei confronti degli intermediari in qualunque caso di investimento in perdita²⁰⁰.

Sicuramente, il diffuso ricorso a criteri soggettivi estremamente vaghi, quali la diligenza o professionalità media, rende la determinazione del danno particolarmente complessa. Difatti, qualora si abbia riguardo a contratti aventi ad oggetto la prestazione di un servizio di investimento, non potrà che farsi riferimento al parametro del professionista di media esperienza per determinare l'eventuale responsabilità per inadempimento dell'intermediario. Nel caso in cui, però, risulti particolarmente difficile agganciare la misura del risarcimento a parametri soggettivi, ci si dovrà riferire all'entità dell'inadempimento con riguardo al servizio svolto, nonché alle condizioni medie del mercato. Nelle ipotesi di violazioni di obbligazioni di risultato, la valutazione dell'esistenza di un danno e la relativa quantificazione saranno invece più semplici, ben potendosi utilizzare come punto di riferimento il risultato stesso.

In ogni caso, è imprescindibile l'effettiva prova dell'esistenza di un danno, eventualmente anche non patrimoniale²⁰¹, da parte dell'investitore. La violazione degli obblighi di condotta gravanti sull'intermediario non è difatti presupposto sufficiente per il riconoscimento del diritto al risarcimento del

²⁰⁰ Esempio della relativa applicazione si è avuto in una decisione dell'ACF del 26 luglio 2018, n. 685, relativa a titoli di stato greci. In tale ipotesi, l'Arbitro per le controversie finanziarie ha ritenuto il rischio d'insolvenza dello stato un'informazione avente ampio spazio in tutti i canali dell'informazione, specie quando «il 5 maggio si scatenavano proteste di piazza ad Atene, che culminavano con tre morti nel corso degli incidenti. Si tratta di circostanze estremamente significative, anche perché tutte caratterizzate da una diffusa copertura dei media, che non potevano passare inosservate ad alcuno, e allora meno che mai a investitori, come i ricorrenti, mediamente attenti e consapevoli (si rammenti che nelle risposte ai questionari di profilatura i ricorrenti hanno persino dichiarato di tenersi "costantemente aggiornati" sull'andamento dei mercati finanziari)». Sulla base della constatazione del carattere di pubblico dominio delle notizie relative alla grave situazione di instabilità finanziaria della Grecia e, tenuto conto del peculiare profilo del cliente, ha riconosciuto il concorso di colpa del danneggiato.

²⁰¹ Cass. Civ., Sez. Un., 11 novembre 2011, n. 26972: «Il danno non patrimoniale, anche quando sia determinato dalla lesione di diritti inviolabili della persona, costituisce danno-conseguenza, che deve essere allegato e provato».

danno. A tal fine, è sicuramente vero che spetta all'investitore danneggiato allegare e provare l'altrui inadempimento, ma anche la conseguente riduzione di un bene della vita, quale patrimonio, immagine, salute. Solo così il danno potrà essere risarcito, sempre che sia conseguenza diretta dell'inadempimento dell'intermediario e della relativa mancanza di diligenza²⁰². Solo nel caso in cui il danno non possa essere provato nel proprio esatto ammontare – ma sempre che sia stata data prova dei relativi elementi costitutivi –, potrà essere liquidato dal giudice con valutazione equitativa, e dunque ai sensi dell'articolo 1226 c. c.²⁰³. In tutti gli altri casi, spetta all'investitore provare il danno subito. Per far ciò, ci si potrà basare anche su presunzioni, le quali potranno essere vinte dall'intermediario solo mediante la prova del corretto adempimento²⁰⁴. Al riguardo, la Suprema Corte, con la recente sentenza n. 6920/2018, ha ribadito che «secondo l'attuale orientamento di questa Corte, il mancato rispetto degli obblighi di informazione comporta un alleggerimento dell'onere probatorio gravante sull'investitore ai fini dell'esercizio dell'azione risarcitoria: non nel

²⁰² Cass., Sez. I, 19 gennaio 2016, n. 810: «Ai fini della valutazione della responsabilità contrattuale della banca per il caso di utilizzazione illecita da parte di terzi di carta bancomat trattenuta dallo sportello automatico, non può essere omessa, a fronte di un'esplicita richiesta della parte, la verifica dell'adozione da parte dell'istituto bancario delle misure idonee a garantire la sicurezza del servizio da eventuali manomissioni, nonostante l'intempestività della denuncia dell'avvenuta sottrazione da parte del cliente e le contrarie previsioni regolamentari; infatti, la diligenza posta a carico del professionista ha natura tecnica e deve essere valutata tenendo conto dei rischi tipici della sfera professionale di riferimento ed assumendo quindi come parametro la figura dell'accorto banchiere».

²⁰³ Cass. Civ., Sez. VI, 19 dicembre 2011, n. 27447: «L'esercizio del potere discrezionale di liquidare il danno in via equitativa, conferito al giudice dagli art. 1226 e 2056 c.c., presuppone che sia provata l'esistenza di danni risarcibili e che risulti obiettivamente impossibile o particolarmente difficile, per la parte interessata, provare il danno nel suo preciso ammontare».

²⁰⁴ A fronte di una contestazione del cliente è concesso all'intermediario finanziario provare "con qualsiasi mezzo" che le informazioni dovute siano state rese. È ammissibile, in altre parole, all'intermediario provare il proprio adempimento facendo ricorso anche alla prova testimoniale (Cass. 6 giugno 2016, n.11578), fermo restando che l'onere della prova dell'assolvimento dell'obbligo informativo posto a carico dell'intermediario finanziario non si esplica nella semplice dimostrazione processuale di assenza di negligenza (prova negativa), ma nella prova positiva dell'esatta diligenza (Cass. 28 febbraio 2018, n. 4727): Fappiano Giovanni, *Gli obblighi informativi degli intermediari finanziari al vaglio della giurisprudenza*, in *i Contratti*, 4/2019, p. 432.

senso che il danno dall'inadempimento degli obblighi informativi possa rivelarsi *in re ipsa*, ma in quello più limitato di consentire l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità (cfr. così Cass., 17 novembre 2016, n. 23417, che si pone in termini di evidente continuità con la decisione di Cass., n. 2123/2014)». Ancora, con la pronuncia del 28 febbraio 2018, n. 4727, la Corte ha avuto modo di escludere che l'intermediario possa liberarsi dalla propria responsabilità facendo leva sull'eventuale ininfluenza del deficit informativo rispetto alla scelta di investimento del cliente²⁰⁵²⁰⁶, né tantomeno facendo valere il concorso colposo del danneggiato per non aver seguito successivi suggerimenti di disinvestimento²⁰⁷. Tale decisione si pone nel solco di un recente filone giurisprudenziale in materia di responsabilità del professionista, che dà nuova vita alla tradizionale distinzione tra obbligazioni di mezzi e di risultato, per molti aspetti sempre meno considerata. Si è infatti definito il

²⁰⁵ Nel caso di specie, l'intermediario aveva provato in via testimoniale la scelta del cliente di mantenere l'investimento anche dopo che gli era stato dato l'avvertimento tardivo sulla rischiosità dei titoli acquistati e sulla mancanza di rating degli stessi, argomentando che tale circostanza fosse idonea e sufficiente a provare che il cliente avrebbe comunque scelto di investire anche se l'avvertimento fosse stato tempestivo.

²⁰⁶ La tesi proposta dalla Cassazione, estendendo l'inversione dell'onere probatorio anche al nesso causale e negando all'intermediario la possibilità di spendere a proprio favore il giudizio probabilistico basato sul modello della prognosi postuma, sembra unire due piani che dovrebbero rimanere distinti: prova positiva della diligenza, da un lato, e causalità giuridica, dall'altro: Cassazione civile, Sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727, nota di Caldarelli Gioia, *Intermediazione finanziaria e onere della prova - viraggio in chiave oggettiva per la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 2/2019, p. 293 ss.

²⁰⁷ Cass. civ., Sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727: «Al riguardo, il Collegio ritiene di dare continuità all'orientamento espresso nella sentenza n. 12544 del 2017 in ordine ai principi regolatori dell'*onus* probandi e articolo 23 del t.u.f. e di ravvisare la violazione di legge nella diversa conformazione della sua distribuzione, diversamente da quanto ritenuto nella più recente pronuncia n. 25335 del 2017. (...). L'intermediario che sia rimasto inadempiente agli specifici obblighi informativi previsti dalla legge non può neanche invocare l'attenuazione della sua responsabilità, ex art. 1227 c.c., per non avere l'investitore condiviso i suggerimenti (nella specie, ad alleggerire la posizione creditoria o ad uscire dall'investimento) da lui ricevuti dopo l'esecuzione dell'ordine di acquisto ed entro il termine di scadenza dell'investimento, atteso che tale condotta non comporta un'esposizione volontaria ad un rischio, né viola una regola di comune prudenza (Cass. n. 17333/2015). Infine, al riscontro dell'inadempimento degli obblighi di corretta informazione consegue, secondo l'orientamento prevalente di questa Corte, l'accertamento in via presuntiva del nesso di causalità tra il detto inadempimento e il danno patito dall'investitore (Cass. n. 23417/2016, n. 12544/2017); presunzione che spetta all'intermediario vincere attraverso la prova di aver correttamente adempiuto».

necessario onere probatorio da assolvere, tenendo conto della possibile governabilità della prestazione a carico del professionista. Così, nel caso di obbligazioni rispetto alle quali non è possibile assicurare il risultato sperato, il professionista si atteggia quale debitore di mezzi tenuto alla prova dell'effettivo rispetto di regole e protocolli, ai fini della dimostrazione dell'esatto adempimento. alcuna prova è invece dovuta con riferimento al mancato raggiungimento del risultato per cause a sé non imputabili. Relativamente alle prestazioni aventi contenuto governabile, tra le quali rientrano a pieno titolo le obbligazioni di informazione²⁰⁸, si è sottolineato, invece, il nesso di causalità diretta con l'attività del professionista, non dipendente da nessun fattore estraneo.

In seguito a tale rilevante sentenza, è possibile scorgere una svolta in materia di responsabilità dell'intermediario finanziario. In effetti, sembrerebbero potersi intravedere le basi per il riconoscimento di una responsabilità di carattere oggettivo²⁰⁹.

6. La responsabilità dei consulenti finanziari.

Le decisioni dell'ACF e la responsabilità solidale dei soggetti abilitati

L'articolo 5 della legge n. 1 del 2 gennaio 1991, ha istituito, nell'ordinamento italiano, la figura del promotore finanziario, definito nel TUF come «la persona fisica che, in qualità di agente collegato ai sensi della Dir. 2004/39/CE, esercita professionalmente l'offerta fuori sede come dipendente, agente o mandatario. L'attività di promotore finanziario è svolta esclusivamente nell'interesse di un

²⁰⁸ Cass. Civ., Sez. III, 23 marzo 2017, n. 7410.

²⁰⁹ Tuttavia, il comune sentire in Italia è che il rischio per le imprese di investimento di essere ritenute responsabili - *ex post* - nei procedimenti civili intentati dai clienti non costituisce di per sé un incentivo sufficiente a comportarsi correttamente: Rossi Filippo – Garavelli Marco, *Italy*, in *A bank's duty of care*, a cura di Bush Danny, Van Dam Cees, Oxford and Portland, Oregon, 2017, p. 164 ss.

solo soggetto» (art. 31, co. 1, d.lgs. n. 58/1998). Tale disposizione – mediante il richiamo alla nozione di “agente collegato” di cui all’articolo 23, co. 1, MiFID – identifica il promotore finanziario quale unica figura professionale abilitata a promuovere e collocare prodotti finanziari di investimento al di fuori della sede di un istituto di credito, di una società di intermediazione mobiliare (SIM) o di una società di gestione del risparmio (SGR) per cui presta la propria attività. Siffatta norma puntualizza altresì che le imprese di investimento, le SGR, le società di gestione armonizzate, le Sicav, gli intermediari finanziari iscritti nell’elenco previsto dall’articolo 107 TUB e le banche, nello svolgimento delle offerte fuori sede, siano tenuti ad avvalersi della loro attività. L’articolo 78 del Regolamento Intermediari ne precisa ulteriormente la portata.

Il rapporto di lavoro in forza del quale il promotore presta la propria opera nei confronti dei soggetti abilitati può tanto consistere in un rapporto di lavoro subordinato o di agenzia, quanto può essere riconducibile allo schema del mandato. Al riguardo, rilevano i termini dell’accordo negoziale ed è pacifico che, anche in caso di mancanza del controllo gerarchico proprio di un rapporto di lavoro subordinato, grava sull’intermediario finanziario un’adeguata attività di controllo e monitoraggio dell’operato dei promotori di cui sia avvale. Questi ultimi sono tenuti ad agire nel rispetto dei limiti dell’incarico ricevuto, nonché con l’osservanza delle regole proprie dell’attività dei soggetti abilitati nel cui interesse prestano la propria opera. I promotori sono vincolati inoltre al rispetto dei principi sanciti dal TUF e specificati all’interno delle prescrizioni regolamentari della Consob.

Il promotore finanziario – divenuto “consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede” in seguito alla modifica intervenuta con la legge n. 208 del 28 dicembre 2015 – svolge come funzione principale quella di consentire, ai soggetti abilitati, l’offerta e la prestazione di servizi di investimento al di fuori delle proprie sedi. Senza dubbio, trattasi di un importante vantaggio, in grado,

anzitutto, di comprimere i costi mediante l'utilizzo di collaboratori esterni per la raccolta di ordini della clientela.

Ai fini dell'esercizio di tale professione occorre l'iscrizione all'Albo unico nazionale. Nella legge 30 dicembre 2018, n. 145 – recante il bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021 (c.d. Legge di bilancio 2019) –, è possibile rinvenire alcune novità idonee ad incidere sull'ambito regolamentare bancario e finanziario. Tra le tante, si ricorda la modifica dell'articolo 10, co. 5, d.lgs. 3 agosto 2017, n. 139, relativa all'albo unico dei consulenti finanziari. Con essa è stato sancito che i consulenti che, alla data del 31 ottobre 2007, prestavano attività di consulenza in materia di investimenti senza essere ancora iscritti alle nuove sezioni dell'albo, sono autorizzati a continuare a prestare il proprio servizio, «in ogni caso non oltre centottanta giorni dalla data di presentazione della domanda di iscrizione, qualora questa sia stata presentata entro il 30 novembre 2018, o la data di decisione dell'Organismo sulla stessa domanda». Ciò a condizione che non siano detenute somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza dei propri clienti.

L'attenzione costante verso tale categoria professionale origina dalla constatazione del rapporto fiduciario che i consulenti finanziari hanno con la propria clientela. In forza di tale rapporto, essi riescono a venire a conoscenza delle specifiche situazioni finanziarie e dei relativi obiettivi di investimento, necessari per garantire l'adeguatezza del servizio offerto e del prodotto finanziario consigliato rispetto allo specifico profilo del singolo investitore.

Il tema della responsabilità del consulente finanziario nei confronti del proprio cliente e della conseguente eventuale responsabilità solidale del soggetto abilitato²¹⁰ è stato oggetto di numerose pronunce giurisprudenziali, sia di

²¹⁰ Art. 1, lett. r), TUF: «“Soggetti abilitati”»: le Sim, le imprese di investimento UE con succursale in Italia, le imprese di paesi terzi autorizzate in Italia, le Sgr, le società di gestione UE con succursale in Italia, le Sicav, le Sicaf, i GEFIA UE con succursale in Italia, i GEFIA non UE

merito, che di legittimità. Seppure l'alea delle diverse decisioni rimanga insormontabile, è possibile constatare che, tendenzialmente, la giurisprudenza sia stata concorde nel qualificare la responsabilità da inadempimento perpetrata dal consulente quale ipotesi di responsabilità contrattuale, così da favorire il soggetto debole mediante la duplice previsione di un ampio termine prescrizione e di un regime di inversione dell'onere della prova.

I giudici italiani si sono ritrovati, in più occasioni, a doversi pronunciare circa la specifica ipotesi di illecito perpetrato ai danni di un investitore da parte di un consulente finanziario dipendente di un istituto di credito. L'art. 31, co. 3, TUF dispone al riguardo che «il soggetto abilitato che conferisce l'incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all'offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale». Con tale disposizione viene data applicazione, nel settore finanziario, alla medesima disciplina già prevista, in ambito civilistico, dall'articolo 2049 c. c., in forza del quale i padroni e i committenti rispondono dei danni arrecati dal fatto illecito dei loro domestici e commessi, nell'esercizio delle incombenze a cui sono adibiti. Allo stesso modo, il soggetto abilitato, per cui il consulente finanziario presta la propria opera, è responsabile solidalmente dei danni in qualsiasi forma arrecati al cliente oppure a terzi soggetti. Tale responsabilità è affermata in conseguenza della correlazione tra l'illecito compiuto dal consulente e il conferimento del relativo incarico da parte del soggetto abilitato, il cui espletamento abbia reso possibile, ovvero anche solo agevolato, la condotta illecita²¹¹.

autorizzati in Italia, i GEFIA non UE autorizzati in uno Stato dell'UE diverso dall'Italia con succursale in Italia, nonché gli intermediari finanziari iscritti nell'albo previsto dall'articolo 106 del T.U. bancario, le banche italiane e le banche UE con succursale in Italia autorizzate all'esercizio dei servizi o delle attività di investimento».

²¹¹ Al riguardo, *ex multis*, Cass. 19 luglio 2002, n. 10580; Cass. 20 marzo 1999, n. 2574; Cass. 10 dicembre 1998, n. 12417.

Affinché possa configurarsi la responsabilità indiretta del datore di lavoro per il fatto dannoso commesso da un proprio dipendente, ai sensi dell'articolo 2049 c. c., è necessaria l'esistenza di un nesso di "occasionalità necessaria" tra l'illecito e il rapporto di lavoro che vincola i due soggetti, «nel senso che le mansioni affidate al dipendente abbiano reso possibile o comunque agevolato il comportamento produttivo del danno al terzo» (Cass. Civ., sez. III, 12 marzo 2008, n. 6632). In tale ottica non può essere esclusa la sussistenza del rapporto di occasionalità necessaria tra l'attività del dipendente e l'evento lesivo, al verificarsi di un eventuale abuso compiuto da quest'ultimo o di una riscontrata illegittimità del relativo operato, qualora la condotta del dipendente medesimo si innesti, comunque, nel meccanismo dell'attività complessiva del responsabile. In tale ampiezza di protezione, il riferimento della condotta del dipendente al proprio datore può venire meno solo quando egli agisca come semplice privato, per un fine strettamente personale ed egoistico. Di conseguenza, affinché possa essere configurata la responsabilità del datore di lavoro, occorre che si tratti di un comportamento colposo o doloso posto in essere da un soggetto che si trovi in rapporto di dipendenza con lo stesso, ovvero di subordinazione tale da renderlo soggetto al relativo potere di organizzazione. È dunque rilevante che si accerti che l'espletamento delle mansioni inerenti il servizio e il fatto produttivo del danno siano legati da un nesso di occasionalità necessaria²¹², idoneo quanto

²¹² Per i Giudici di legittimità, la responsabilità dell'intermediario trova la sua ragion d'essere per un verso nel fatto che l'agire del promotore è uno degli strumenti dei quali l'intermediario si avvale nell'organizzazione della propria impresa, traendone benefici cui è ragionevole far corrispondere i rischi. Trova infatti applicazione, in quest'ambito, quel concetto di «necessaria occasionalità» di creazione giurisprudenziale che si presta ad essere utilizzato come strumento elastico, idoneo a recepire quelle tendenze oggettivistiche della responsabilità civile. È chiaro che l'obiettivo è da individuare nell'esigenza di offrire una più adeguata garanzia ai destinatari delle offerte fuori sede rivolte dall'intermediario per il tramite del promotore, giacché appunto per le caratteristiche di questo genere di offerte può essere più facilmente sorpresa la buona fede dei clienti. Il nesso di «necessaria occasionalità» è dunque ravvisabile tutte le volte in cui il comportamento del promotore rientri nel quadro delle attività funzionali all'esercizio delle incombenze di cui è investito: Greco Fernando, *La responsabilità del soggetto abilitato nell'illecito del*

meno ad averne agevolato in modo decisivo la realizzazione²¹³. Tale ultimo aspetto appare particolarmente rilevante.

Tali principi trovano un'applicazione particolarmente accentuata riguardo ad ipotesi nelle quali venga in considerazione l'attività finanziaria e, in generale, ogni attività volta a una prudente e sana raccolta e gestione del risparmio. Con tale garanzia, il legislatore ha inteso responsabilizzare l'intermediario rispetto ai comportamenti di soggetti – quali i consulenti – che egli stesso sceglie, nel cui interesse essi operano e sui quali nessuno più di lui è concretamente in grado di esercitare efficaci forme di controllo.

Ai fini della prova, l'investitore è tenuto semplicemente ad allegare l'inadempimento delle obbligazioni specificamente poste a carico della controparte, nonché a fornire la prova del danno e del nesso di causalità tra tale danno e l'inadempimento, anche sulla base di mere presunzioni²¹⁴. Si ricordi,

promotore finanziario: il punto fermo della Corte di Cassazione, in Responsabilità civile e previdenza, n. 1, 2013.

²¹³ «In tema di fatto illecito, con riferimento alla responsabilità dei padroni e committenti, ai fini dell'applicabilità della norma di cui all'art. 2049 c.c. non è richiesto l'accertamento del nesso di causalità tra l'opera dell'ausiliario e l'obbligo del debitore, nonché della sussistenza di un rapporto di subordinazione tra l'autore dell'illecito ed il proprio datore di lavoro e del collegamento dell'illecito stesso con le mansioni svolte dal dipendente. È infatti sufficiente, per il detto fine, un rapporto di occasionalità necessaria, nel senso che l'incombenza disimpegnata abbia determinato una situazione tale da agevolare o rendere possibile il fatto illecito e l'evento dannoso, anche se il dipendente abbia operato oltre i limiti delle sue incombenze, purché sempre nell'ambito dell'incarico affidatogli, così da non configurare una condotta del tutto estranea al rapporto di lavoro. (Nella specie, era stata chiesta alla compagnia di assicurazioni la restituzione delle somme pagate per la polizza vita stipulata con l'agente di zona, dichiarata falsa dalla società: la S.C., ritenendo, sulla base dell'enunciato principio, che l'art. 2049 c.c. sia applicabile ogni volta che sussiste una relazione qualificata tra l'attività del "padrone" o del "committente" ed il comportamento dell'ausiliario, come nel contratto di agenzia, ha confermato la sentenza della corte di merito che aveva accolto la domanda)»: Cass. Civ., Sez. III, 24 gennaio 2007, n. 1516/07.

²¹⁴ «Se è vero, infatti, che grava sugli investitori l'onere della prova del danno sofferto per il fatto illecito del promotore e del nesso di causalità tra l'illecito ed il danno (cfr., tra le altre, Cass. n. 6708/10, in motivazione), è pur indubitabile che, nel caso di specie, sia la condotta ascritta al promotore finanziario in sede penale che la correlata violazione da parte sua degli obblighi di diligenza e di informazione - particolarmente stringenti - imposti dalla normativa di settore costituiscono elementi gravi precisi e concordanti, su cui fondare la prova presuntiva della sussistenza di conseguenze pregiudizievoli per il patrimonio degli investitori e della derivazione causale di queste conseguenze dagli illeciti attribuiti al promotore finanziario»:

d'altra parte, che la norma di cui all'articolo 2049 c.c. non concede ai responsabili prova liberatoria. La sola prova concessa all'istitutore è la mancanza del rapporto di subordinazione o l'assenza del nesso di occasionalità necessaria tra le mansioni cui era adibito il preposto e il danno dallo stesso cagionato; ovvero, ancora, che il fatto del preposto non era da considerarsi illecito.

La responsabilità dell'intermediario abilitato è estesa a qualsiasi comportamento tenuto dal consulente finanziario nell'ambito dell'incarico allo stesso affidato, anche in ipotesi di reato perpetrato in assoluta assenza di colpa dell'intermediario stesso²¹⁵. Quest'ultimo risponde difatti a titolo oggettivo dei danni causati al cliente dal proprio preposto²¹⁶.

Il caso più frequente, nella casistica giurisprudenziale, è quello del consulente finanziario che, con artifici e raggiri, abbia sottratto disponibilità di denaro del cliente affidato in sua cura. Altrettanto ricorrente è la difesa dell'intermediario abilitato, che sostenga che il cliente abbia concorso, con il proprio comportamento, a causare il danno, e per tale ragione chieda la riduzione o l'esclusione del risarcimento richiesto. Al riguardo, l'articolo 1227 c. c. dispone che, se il fatto colposo del creditore abbia concorso a cagionare il danno, il

Cass. Civ., Sez. III, 26 luglio 2017, n. 18363, con nota di Soldati Nicola, *Responsabilità del promotore finanziario e onere della prova - il commento*, in *Le Società*, n. 3/2018, p. 328 ss. L'Autore afferma al riguardo che la Corte arriva, quindi, a sostenere che, facendo applicazione dei principi generali in tema di nesso di causalità in ambito civile, la prova del nesso di causalità tra l'inadempimento dell'intermediario finanziario e i danni lamentati dall'investitore può essere anche presunta.

²¹⁵ Cass. Civ., sez. III, 19 luglio 2012, n. 12448: «A norma dell'art. 2049, la società di intermediazione è responsabile degli illeciti commessi dal promotore finanziario anche a titolo oggettivo, cioè indipendentemente da comportamenti negligenti o colposi suoi propri, in relazione ai danni che l'investitore possa avere subito per avere fatto affidamento sull'esistenza del rapporto di preposizione. Ciò in considerazione dei rischi inerenti all'esercizio di attività finanziarie e delle gravi perdite a cui gli eventuali illeciti degli addetti possono esporre la clientela: rischi che la società di intermediazione è in grado di gestire, e danni contro i quali ha la possibilità di premunirsi (anche tramite l'assicurazione), in termini più efficaci, più razionali e meno costosi, che non il singolo investitore».

²¹⁶ La responsabilità ex art. 2049 c.c., prescindendo da ogni imputabilità soggettiva, si ricollega al fatto oggettivo che il danno sia stato arrecato nell'esercizio di una attività destinata a servire all'interesse di chi è chiamato a rispondere: Betti Emilio, *Teoria generale delle obbligazioni*, III, *Fonti e vicende dell'obbligazione*, Giuffrè, 1954, p. 154 ss.

risarcimento può essere diminuito dal giudice secondo la gravità della colpa e l'entità delle conseguenze che ne sono derivate. Il risarcimento non sarebbe addirittura dovuto, in forza dell'ultimo comma di tale norma, per i danni che il cliente avrebbe potuto evitare usando l'ordinaria diligenza. È opinione condivisa che il concorso di colpa del creditore possa essere riconosciuto solo nel caso di collusione o fattiva acquiescenza alla violazione delle regole gravanti sul consulente, palesata da elementi presuntivi quali, a titolo esemplificativo, l'elevato numero di operazioni poste in essere con modalità irregolari²¹⁷. Ciò si potrebbe verificare qualora il rapporto sia inficiato da gravi ed evidenti anomalie²¹⁸. Difatti, le disposizioni dettate nell'ordinamento italiano relativamente alle modalità di corresponsione al consulente dell'equivalente pecuniario dei titoli acquistati o prenotati, sono volte solo a porre a suo carico un obbligo di comportamento diretto alla tutela dell'interesse del risparmiatore. Esse non possono dunque interpretarsi come fonte di un onere di diligenza a

²¹⁷ Cass. Civ., Sez. I, 24 marzo 2011, n. 6829.

²¹⁸ Giova tuttavia evidenziare che, in ogni caso, non può escludersi in astratto un concorso di colpa del danneggiato. La più recente giurisprudenza di legittimità è molto puntuale nel ritenere possibile l'applicazione dell'art. 1227 c.c. (comma 1 o 2, a seconda dei casi) tutte le volte in cui l'intermediario provi che vi sia stata se non addirittura collusione quanto meno una consapevole e fattiva acquiescenza del cliente alla violazione, da parte del promotore, di regole di condotta su quest'ultimo gravanti. Quindi, se è vero che nel settore dell'intermediazione finanziaria la regolamentazione (soprattutto la più recente) appare fortemente orientata verso la protezione dell'investitore, non può escludersi una responsabilità di quest'ultimo tutte le volte che, pur in presenza di violazione di obblighi comportamentali da parte del promotore, sia del tutto mancata la diligenza contemplata all'art. 1227 c.c. Ben si comprende, dunque, come non possa bastare al fine di un concorso colposo del danneggiato la sola difformità rispetto alla previsione normativa di consegna da parte del cliente di somme di denaro al promotore. Come opportunamente precisano i giudici di legittimità, deve escludersi che la mera allegazione del fatto che il cliente abbia consegnato al promotore finanziario somme di denaro con modalità difformi da quelle con cui quest'ultimo sarebbe stato legittimato a riceverle valga, in caso d'indebita appropriazione di dette somme da parte del promotore, ad interrompere il nesso di causalità esistente tra lo svolgimento dell'attività del promotore finanziario medesimo e la consumazione dell'illecito, precludendo la possibilità di invocare la responsabilità solidale dell'intermediario proponente. Ciò vale prevalentemente in tutte quelle ipotesi in cui l'attività del promotore sia connotata dal dolo, in ragione del fatto che appare assolutamente privo di fondamento individuare una colpa del danneggiato nelle ipotesi in cui ci sia stata una precisa volontà del danneggiante di procurargli un danno: Fernando Greco, *La responsabilità del soggetto abilitato nell'illecito del promotore finanziario: il punto fermo della Corte di Cassazione*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc.1, 2013, p. 0025B.

carico di quest'ultimo, tale da comportare un addebito di colpa – concorrente, se non addirittura esclusiva – in capo al soggetto danneggiato dall'altrui atto illecito. Al riguardo, i giudici di legittimità hanno precisato che la mera allegazione del fatto che il cliente abbia consegnato al consulente finanziario somme di denaro con modalità difformi da quelle con cui quest'ultimo sarebbe legittimato a riceverle, non vale, in caso di indebita appropriazione di dette somme da parte del consulente, ad interrompere il nesso di causalità esistente tra lo svolgimento dell'attività del promotore finanziario e la consumazione dell'illecito. Neppure, tale circostanza può essere addotta dall'intermediario come concausa del danno subito dall'investitore, al fine di ridurre l'ammontare del risarcimento dovuto²¹⁹.

L'obbligo risarcitorio che grava sul preponente ha lo stesso contenuto di quello dell'autore diretto del danno²²⁰. La valutazione della sussistenza di una eventuale responsabilità non potrà che essere posta in essere facendo riferimento alle circostanze del caso concreto. A tal fine, occorrerà anzitutto verificare se il consulente sia inserito all'interno dell'organizzazione dell'attività d'impresa dell'intermediario, senza alcuna indicazione volta a distinguere, quantomeno sotto il profilo della presentazione agli occhi del cliente, un'eventuale autonomia imprenditoriale rispetto al soggetto abilitato.

Affinché sia configurabile una responsabilità solidale ai sensi dell'articolo 2055, co. 1, c. c., è sufficiente che sussista l'unicità dell'evento lesivo, a prescindere dai criteri di imputazione e dalle tipologie delle singole condotte in virtù delle quali i diversi responsabili siano chiamati a rispondere. È persino indifferente che taluni comportamenti siano il risultato di azioni mentre altri di omissioni. Occorre solo che il fatto dannoso sia unico. Ne deriva che, nel caso di un danno

²¹⁹«L'utilizzo, da parte dell'investitore, di mezzi di pagamento difformi da quelli che il promotore finanziario è legittimato a ricevere non è sufficiente ad integrare una fattispecie di concorso colposo del creditore ex art. 1227 c.c.»: Cass. Civ., Sez. I, 7 aprile 2006, n. 8229.

²²⁰ Si veda, tra le tante, Cass. Civ., Sez. III, 14 novembre 1995, n. 11807.

patito da un investitore a cagione della fiducia che, a buon ragione, abbia riposto nelle informazioni diffuse sul mercato – poi rivelatesi fuorvianti e inesatte –, l'indagine circa l'unicità dell'evento lesivo si risolverà facilmente. Dovrà al riguardo considerarsi la prospettiva soggettiva del cliente danneggiato, onde poter valutare se tutte le condotte che abbiano concorso alla formazione e diffusione delle informazioni, siano poi confluite nell'evento unitario da cui è derivato un danno. Eventualmente, il problema sarà poi stabilire le singole quote di responsabilità delle diverse condotte. A tal proposito, l'articolo 2055 c. c. prevede due regole. La prima si fonda sul rapporto di causalità, la seconda detta un principio residuale da applicarsi per la ripartizione del costo del danno tra i vari corresponsabili: «nel dubbio le singole colpe si presumono uguali»²²¹. Pertanto, la questione relativa alla ripartizione delle quote, acquisterà rilievo negli eventuali giudizi di regresso, coerentemente con la funzione di garanzia propria della solidarietà.

Quanto detto è ulteriore prova del fatto che l'obiettivo dell'armonizzazione della responsabilità civile, ai fini di una reale tutela degli investitori, ancora oggi si trova costretto a fare i conti con la mancanza di un'unitaria visione del danno, che rende difficile l'identificazione di un adeguato ed efficace rimedio che possa ritenersi applicabile in ogni fattispecie concreta. Tale constatazione, insieme ai noti problemi connessi all'accesso alla giustizia, hanno reso necessaria la creazione di un organismo alternativo per la risoluzione delle controversie in materia di prestazione dei servizi di investimento²²². Con la

²²¹ Franzoni Massimo, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, in *La responsabilità civile*, Utet, vol. 6, IX, 2009, p. 950.

²²² Il legislatore, sulla scia della positiva esperienza dell'ABF, ha inteso replicarne il modello, intanto, nell'ambito delle controversie in tema di violazione, da parte degli intermediari, degli obblighi di informazione, correttezza e trasparenza nei confronti degli "investitori al dettaglio" (art. 2, co. 5-bis, d.lgs. 179/2007), con l'introduzione dell'Arbitro per le controversie finanziarie (ACF): Proto Massimo, *Metodi alternativi di soluzione delle controversie e criteri di decisione (introduzione a un convegno in tema di ADR)*, in *Nuovo diritto civile*, 2017, p. 67 ss. Secondo l'Autore, il proliferare delle fonti e l'incapacità di governare normativamente i fenomeni economici globali (così come, si dovrebbe aggiungere, quelli individuali: il potere dell'uomo sul

delibera n. 19602 del 4 maggio 2016, la Consob, in attuazione di una direttiva europea²²³, ha istituito l'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF). Trattasi di uno strumento di risoluzione delle controversie sorte tra investitori *retail* e intermediari, a causa della violazione dei principali obblighi che questi ultimi sono tenuti a rispettare nella prestazione dei servizi di investimento o dei servizi di gestione collettiva del risparmio. L'ACF rappresenta dunque un importante tentativo di uniformazione degli strumenti di tutela previsti a vantaggio degli investitori non professionali. Più specificamente, la relativa competenza concerne le liti sorte tra investitori e intermediari, «relative alla violazione da parte di questi ultimi agli obblighi di diligenza, correttezza, informazione, trasparenza, previste nell'esercizio delle attività disciplinate dalla parte seconda del TUF, incluse le controversie transfrontaliere e quelle oggetto del Regolamento UE 524/2013», con esclusione dei «danni che non sono conseguenza immediata e diretta dell'inadempimento e delle violazioni dell'intermediario di cui al comma 1, e quelli di natura non patrimoniale» (art. 4, Reg. Consob, 4 maggio 2016, n. 19602).

Sino ad oggi, la gran parte dell'attività svolta dall'ACF è stata finalizzata alla risoluzione di controversie sorte nei casi di risparmio tradito, ovvero di inadempimento dei principali obblighi posti a carico dell'intermediario nella fase prodromica alla formazione di una cosciente decisione di investimento.

proprio corpo è oggi sempre più pieno ed esclusivo), hanno reso progressivamente più incerti i criteri della decisione. Il carattere vincolante del precedente, l'applicazione diretta dei principi costituzionali, il continuo richiamo all'equità e al bilanciamento degli interessi, inducono a rivenire in colui che dirime la controversia, un soggetto che, ancora prima di fare uso della regola, è chiamato a formarla; e ciò, anche indipendentemente dall'esistenza di una espressa norma da applicare in linea diretta o analogica del caso deciso. La scelta di non governare ogni fenomeno secondo i tradizionali strumenti dell'applicazione diretta o analogica delle norme, non esclude che il terzo sia comunque chiamato a decidere. Semplicemente, in luogo di applicare norme date dal legislatore (o comunque nelle ipotesi in cui tali norme non vi siano), egli provvederà a valutare gli interessi delle parti e a realizzarne il temperamento.

²²³ Direttiva 2013/11/UE del 21 maggio 2013 del Parlamento e del Consiglio dell'Unione Europea sulla risoluzione alternativa delle controversie dei consumatori attraverso l'intervento di organismi ADR (*Alternative Dispute Resolution*).

Una prima analisi delle decisioni adottate evidenzia, in particolare, un approccio sanzionatorio alquanto severo in caso di violazione delle regole di condotta, soprattutto qualora l'intermediario si sia limitato a una «mera applicazione formale» delle disposizioni primarie e regolamentari²²⁴, così come nei casi in cui abbia posto in essere la propria attività in violazione delle stesse. Il filo conduttore delle diverse pronunce del Collegio è rinvenibile nella condanna al risarcimento dei danni prodotti in conseguenza della violazione degli obblighi informativi, nonché di tutti gli obblighi funzionali all'esecuzione di un'operazione consapevole e adeguata da parte del risparmiatore²²⁵. I primi dati mostrano una congruenza dei risultati raggiunti rispetto agli originari obiettivi per cui tale organo è stato istituito. Per di più, il riscontrato equilibrio e rigore valutativo nella predisposizione dei propri provvedimenti, conferiscono autorevolezza alla funzione di produzione giurisprudenziale della quale l'Arbitro si fa carico. Non si può però dimenticare che, nonostante il fondamentale ruolo di indirizzo svolto dall'ACF, tutti i rimedi stragiudiziali di risoluzione delle controversie rappresentano, al pari dei rimedi esperibili dinanzi a un giudice, strumenti idonei ad intervenire esclusivamente nella fase patologica del rapporto. Ciò non risulta affatto sufficiente per garantire un'effettiva e adeguata tutela dei diversi interessi in gioco e, in particolare, di quelli degli investitori.

²²⁴ Decisione n. 228 del 16 febbraio 2018, con cui l'ACF respinge la domanda di nullità proposta dal correntista, ma accoglie la domanda di risarcimento danni per violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario: «Ebbene, mentre l'intermediario ha offerto prova adeguata di aver adempiuto il primo dei tre obblighi — dovendosi considerare sufficiente, in proposito, la consegna della nota informativa sui rischi dei fondi ad alta componente speculativa — lo stesso non può dirsi con riferimento agli altri due».

²²⁵ La maggior dimestichezza e praticità con cui le pronunce del Collegio si muovono nell'intricata rete normativa e regolamentare di settore è in parte riconducibile alla specializzazione tecnico-professionale dei soggetti giudicanti. A tal riguardo, peraltro, contrariamente a quanto avviene nei giudizi instaurati presso l'autorità giudiziaria, la tecnicità dei rapporti non impedisce al giudicante di muoversi agevolmente nel labirinto normativo di settore: Greco Fernando, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 1 marzo 2018, p. 755 ss.

7. La responsabilità da prospetto

In ambito europeo, l'importanza di una corretta e completa informazione, nell'ottica del buon funzionamento dei mercati, è stata alla base degli interventi normativi sul prospetto informativo. Le decisioni prese dal legislatore europeo in materia, volte a dettare una chiara linea di demarcazione relativamente al concetto di sollecitazione del risparmio pubblico e a definirne i relativi obblighi, costituiscono un importante momento all'interno del processo di evoluzione normativa e giurisprudenziale della regolamentazione finanziaria²²⁶.

Il prospetto informativo è un documento che deve essere redatto e pubblicato da ogni emittente che intenda ricorrere al pubblico risparmio, al fine di permettere agli investitori una effettiva e consapevole valutazione in merito all'acquisto di strumenti finanziari²²⁷. Esso deve contenere le fondamentali informazioni sull'emittente e sull'operazione di collocamento, in nome di una trasparenza per lungo tempo auspicata. È difatti idoneo a influenzare il processo di formazione della volontà del singolo acquirente.

Il prospetto rappresenta dunque il fulcro centrale del sistema informativo a cui si è inteso dare vita per garantire protezione ai risparmiatori. In riferimento ad esso, in considerazione della rapidità di diffusione di nuovi strumenti finanziari all'interno dei mercati e della costante mutevolezza delle relative esigenze informative, il legislatore ha inteso superare l'impostazione propria delle direttive 80/390/CEE e 89/298/CEE. Ha pertanto attribuito alla Commissione il compito di adottare le «misure di esecuzione dettagliate riguardanti le informazioni specifiche che devono essere incluse in un prospetto, prive di

²²⁶ Hopt Klaus J., *Modern company and capital market problems. Improving corporate governance after Enron*, Ecgui Working Paper Series in Law, n. 05/2002, novembre 2002.

²²⁷ Alpa Guido, *Il prospetto informativo*, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, p. 303 ss.

ripetizioni di informazioni quando il prospetto è composto di documenti distinti» (art. 7, co. 1, direttiva 2003/71/CE)²²⁸.

La direttiva 2003/71/CE ²²⁹ tratta compiutamente, per la prima volta a livello europeo, il problema di fornire un'informazione sintetica, che possa essere letta e realmente compresa anche da un investitore medio²³⁰. Ad essa hanno fatto seguito molteplici pronunce giurisprudenziali che hanno ricondotto nell'alveo del dovere di correttezza nelle relazioni contrattuali, l'onere di fornire informazioni chiare e veritiere, ricollegandolo, nella propria applicazione pratica, alla presentazione di un documento riepilogativo immediato e facilmente intellegibile. Ciò nonostante, le importanti aspettative riposte sull'efficacia di siffatto strumento legislativo sono state tradite. Nel corso del tempo, ne è stato difatti rilevato un uso strumentalizzato da parte di intermediari ed emittenti, opportunisticamente orientato alla prevenzione del sorgere di qualsivoglia responsabilità a proprio carico. Ne è derivata la predisposizione di documenti spesso troppo lunghi e molto difficili da comprendere, non idonei a perseguire le finalità alla base degli interventi europei in materia e, anzi, troppo spesso produttivi di danni per gli investitori. Questi ultimi, convinti all'acquisto o alla dismissione di strumenti finanziari in forza di informazioni contenute all'interno di un prospetto non idoneo alla formazione di una volontà consapevole – in quanto falso, non esatto o incompleto –, sono stati vittime di perdite patrimoniali, ricondotte, da dottrina e

²²⁸ Le informazioni da indicare nel prospetto possono essere contenute in un unico documento (c.d. prospetto unico), oppure, recependo la prassi diffusa negli Stati Uniti della c.d. *shelf-registration*, in più documenti distinti (c.d. prospetto composto): Ragno Maurizio, *Il prospetto informativo*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 349 ss.

²²⁹ Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE .

²³⁰ È significativo che venga indicata una lunghezza massima di 2500 parole: Onado Marco, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli. Atti del Convegno di studio svoltosi a Curmayr, 1-2 ottobre 2004*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 26 ss.

giurisprudenza, sotto la voce di “danno da prospetto”. Trattasi di un danno da inesatta informazione, il quale trova la propria fonte nella violazione delle disposizioni poste a presidio della tutela degli investitori e della trasparenza del mercato. Tale danno può consistere non solo nel mancato inserimento di informazioni sensibili all’interno del prospetto informativo, ma anche nella fornitura di previsioni eccessivamente ottimistiche o pessimistiche, idonee ad alterare la reale situazione di mercato. L’individuazione dei necessari strumenti sanzionatori è rimessa dalla direttiva 2003/71/CE alla discrezionalità degli Stati membri. Medesimo spazio di manovra è altresì riconosciuto con riguardo alla c.d. responsabilità da prospetto. «Gli Stati membri dispongono che la responsabilità per le informazioni fornite in un prospetto sia attribuita almeno all’emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all’offerente, alla persona che chiede l’ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato o al garante, a seconda dei casi. Le persone responsabili sono chiaramente indicate nel prospetto con la loro qualifica e la loro funzione o, nel caso di persone giuridiche, la denominazione e la sede sociale; deve inoltre essere riportata una loro attestazione certificante che, per quanto a loro conoscenza, le informazioni del prospetto sono conformi ai fatti e che nel prospetto non vi sono omissioni tali da alterarne la portata.

Gli Stati membri provvedono a che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili per le informazioni fornite in un prospetto. Tuttavia, gli Stati membri provvedono a che nessuna persona possa essere chiamata a rispondere esclusivamente in base alla nota di sintesi, comprese le sue eventuali traduzioni, a meno che la nota di sintesi stessa risulti fuorviante, imprecisa o incoerente se letta insieme con altre parti del prospetto» (art. 6, direttiva 2003/71/CE). Di poi, l’articolo 13, co. 6, precisa che la direttiva non ha alcun effetto sulla responsabilità dell’autorità competente «che resta disciplinata

esclusivamente dal diritto nazionale», fermo restando che le relative disposizioni proprie dei singoli ordinamenti giuridici devono trovare applicazione «solo all'approvazione dei prospetti da parte della o delle loro autorità competenti».

In Germania e in Inghilterra, le prime pronunce sul tema risalgono già alla seconda metà dell'ottocento. In particolare, per la giurisprudenza tedesca il *leading case* è del 1853. In tale occasione, la Corte tedesca ha riconosciuto per la prima volta una responsabilità da prospetto al ricorrere del dolo del soggetto informante. Il caso aveva riguardo a un documento inesatto e incompleto redatto da un istituto di credito, in forza del quale gli investitori si erano convinti a investire in titoli di una società dopo poco fallita. Al riguardo, la Corte ha altresì evidenziato che alcun obbligo di controllo sulle informazioni rese dalla società emittente era posto a carico della banca intermediaria.

Quarant'anni dopo, con il caso «Derry vs. Peek» del 1889, anche in Inghilterra è stata riconosciuta la responsabilità di una società che, dichiarando falsamente di avere la concessione governativa necessaria per lo svolgimento della propria attività, era riuscita a sollecitare l'investimento pubblico in propri titoli, prima che la stessa venisse sciolta. Al riguardo, la *House of Lords* ha sancito che la responsabilità da prospetto ricorre non già nelle mere ipotesi di diffusione di informazioni fondate su convinzioni oneste anche se sciocche, come nel caso di specie, quanto invece solamente in caso di frode del relativo responsabile.

In Italia, solo a partire dagli anni ottanta dello scorso secolo, la dottrina si è occupata del problema. Neppure interventi giurisprudenziali sono stati riscontrati prima che il legislatore intervenisse in materia, con eccezione di due pronunce. La prima risale al 1934, anno in cui la Corte di Appello di Roma si è pronunciata relativamente alla responsabilità di una banca che aveva fatto uso di una circolare informativa per raccomandare ai propri clienti la sottoscrizione di azioni di una società poi dichiarata fallita (App. Roma, 12 gennaio 1934). La

seconda decisione è più recente. Essa origina dalla responsabilità di un istituto di credito invocata da alcuni investitori che, sulla base di un opuscolo di propaganda che descriveva, in modo allettante, il collocamento di azioni di prossima emissione, si erano convinti all'acquisto di azioni di una società in seguito fallita. La decisione è stata emessa nel 1977. In tale occasione, è stata qualificata come aquiliana la responsabilità da prospetto ai fini della cui configurazione occorre la colpevolezza del responsabile. A tal proposito, il Tribunale di Roma, investito della questione, ha dichiarato non ravvisabile alcuna responsabilità nella semplice diffusione di un opuscolo esplicativo volto al collocamento delle azioni di una società poi fallita, mediante la indicazione di dati ottimistici, privi di riscontro nella realtà (Trib. Roma, 26 aprile 1977). Col passare del tempo e il susseguirsi delle pronunce giurisprudenziali in materia di danno ingiusto, la posizione dei giudici italiani è inevitabilmente mutata. Ruolo centrale in tale cambiamento, è stato altresì rivestito dall'introduzione del prospetto informativo nella normativa italiana, con l'articolo 1, co. 18, della legge 216/1974, attuato dall'articolo 12 della legge 77/1983. A tal fine, la Consob ha avuto un'importanza fondamentale, essendo stato il prospetto informativo descritto per la prima volta dal regolamento n. 49 del 23 febbraio 1977. Con la successiva legge del 4 giugno 1985, n. 281 in materia di mercato mobiliare²³¹ e, in particolare, con gli articoli 5 e 20, il legislatore italiano ha disciplinato l'istituto del prospetto informativo. Di poi, con l'approvazione del TUF sono state fissate le regole in materia di contenuto, pubblicazione e riconoscimento dello stesso (articoli 94, 95, 98, 113).

La responsabilità da prospetto è stata definita come la responsabilità derivante dal danno prodotto in capo ai risparmiatori che abbiano fatto ragionevole

²³¹ Disposizioni sull'ordinamento della Commissione nazionale per le società e la borsa; norme per l'identificazione dei soci delle società con azioni quotate in borsa e delle società per azioni esercenti il credito; norme di attuazione delle direttive CEE 79/279, 80/390 e 82/121 in materia di mercato dei valori mobiliari e disposizioni per la tutela del risparmio.

affidamento sulle informazioni indicate nel prospetto informativo. Essa grava sul singolo operatore – intermediario, emittente ovvero collocatore – che abbia fornito consigli non adeguati, errate previsioni di rischi o false informazioni, nonché su ogni soggetto che ricopra una funzione di controllo della relativa correttezza all'interno dell'ordinamento nazionale²³². Soggetto responsabile del danno da prospetto potrebbe dunque essere qualunque individuo coinvolto nella redazione e diffusione del prospetto informativo presso il pubblico, oltre che nel relativo controllo²³³.

Siffatta responsabilità è stata al centro di un dibattito dottrinale che ha visto per diverso tempo il contrapporsi di due differenti orientamenti che hanno attribuito alla stessa, rispettivamente, natura di responsabilità precontrattuale oppure di responsabilità extracontrattuale *tout court*²³⁴. Tale ultima tesi è stata largamente condivisa in giurisprudenza, anche se è possibile rintracciare qualche isolata decisione di senso contrario²³⁵. In ogni caso, a prescindere dalla condivisione dell'uno o dell'altro orientamento, si è constatata una generalizzata attenzione verso la soluzione più consona a un'effettiva tutela degli interessi dell'investitore. La dottrina che ha inteso la responsabilità da prospetto quale ipotesi di responsabilità extracontrattuale, ha fatto leva – tra le diverse argomentazioni avanzate – sul fatto che, al momento della sollecitazione del

²³² Con la locuzione «responsabilità da prospetto», peraltro, ci si riferisce anche (e soprattutto) alla responsabilità scaturente dalla mera pubblicazione del prospetto in quanto documento capace di provocare un danno a prescindere dall'esistenza di trattative o, addirittura, di un investimento (potendo essa provocare un danno da mero disinvestimento): Tirrito Giuseppe D., *Il danno da prospetto*, in *I danni risarcibili nella responsabilità civile. I singoli danni*, vol. VI, Utet giuridica, 2005, p. 95 ss.

²³³ In considerazione delle molteplici forme di responsabilità possibili e dei diversi soggetti interessati, si è parlato, correttamente, di «responsabilità connessa a prospetto».

²³⁴ Quanto alla responsabilità da prospetto dei soggetti incaricati del controllo (società di revisione, sponsor in caso di IPO, Consob), essa è unanimemente qualificata come responsabilità extracontrattuale: Tirrito G. D., *Il danno da prospetto*, in *I danni risarcibili nella responsabilità civile. I singoli danni*, vol. VI, Utet giuridica, 2005, p. 95 ss.

²³⁵ Tra tali pronunce, si richiama una decisione del Tribunale di Milano emessa in data 11 gennaio 1988. Con tale pronuncia, i giudici di merito, pur attribuendo alla responsabilità da prospetto natura di responsabilità precontrattuale, hanno ricondotto quest'ultima nell'alveo della responsabilità contrattuale.

pubblico risparmio, il contratto non possa che essere ritenuto meramente eventuale, con necessità di garantire il rispetto delle regole di condotta e di proteggere il diritto alla reciproca lealtà. È stata altresì evidenziata l'idoneità di tale soluzione a realizzare l'obiettivo dell'ampliamento del novero dei soggetti che possono essere chiamati a rispondere per l'illecito prodotto. Inoltre, a sostegno di tale tesi, si è rilevata l'impossibilità di applicare il regime di responsabilità contrattuale o precontrattuale in caso di diffusione di informazioni sul mercato, stante l'impossibilità di individuare un soggetto attivo del rapporto, essendo le informazioni indirizzate alla generalità dei risparmiatori e, dunque, al mercato in generale. Dottrina e giurisprudenza hanno così largamente condiviso l'idea della correttezza della quantificazione del danno da prospetto sulla base dei parametri propri della responsabilità extracontrattuale. Pertanto, è stata riconosciuta la risarcibilità sia del lucro cessante, che del danno emergente, costituito dalle perdite subite in conseguenza dell'illecito²³⁶. Il risarcimento del danno potrebbe, ad esempio, corrispondere alla differenza tra il prezzo corrisposto al momento dell'acquisto degli strumenti finanziari e il valore che i titoli avrebbero potuto avere senza l'atto illecito²³⁷.

Tuttavia, tale impostazione risulta in gran parte superata dal contenuto della disciplina vigente. Ai sensi dell'articolo 94, co. 8, TUF, «l'emittente, l'offerente e l'eventuale garante, a seconda dei casi, nonché le persone responsabili delle

²³⁶ In particolare, in dottrina si è affermata la necessità di calcolare tale danno come somma delle spese sostenute per l'acquisto degli strumenti finanziari e del lucro cessante, sottratti eventuali utili percepiti e il valore di mercato degli strumenti finanziari acquisiti. La determinazione del danno da risarcire dovrà tenere in considerazione diversi elementi, tra i quali la colpa dei soggetti che hanno interagito con il cliente e la misura dell'inesattezza del prospetto.

²³⁷ Per evitare il ricorso a valutazioni equitative, il giudizio ipotetico può essere effettuato utilizzando quale prezzo di riferimento quello relativo agli strumenti finanziari immediatamente dopo che il falso in prospetto è stato reso pubblico. A ciò andranno aggiunti i maggiori oneri sopportati dall'investitore (commissioni indebitamente pagate, maggiori oneri fiscali, ecc.) e decurtati gli eventuali vantaggi causalmente imputabili all'illecito (c.d. *compensatio lucri cum damno*): Sartori Filippo, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, 2011.

informazioni contenute nel prospetto rispondono, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza, dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, a meno che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso». Soggetto responsabile per l'inesattezza delle informazioni inserite all'interno del prospetto informativo è dunque anzitutto l'emittente degli strumenti finanziari. Con riguardo alla relativa responsabilità, giuristi ed esperti del settore hanno per diverso tempo sancito la riconducibilità nello schema proprio della responsabilità oggettiva. Tuttavia, basta fare riferimento allo stesso disposto dell'articolo 98 TUF per rilevare la non condivisibilità di tale tesi. Siffatta disposizione richiede, ai fini dell'esenzione della relativa responsabilità, la dimostrazione della diligenza prevista dall'articolo 1176, co. 2, c. c. e conduce dunque a ritenere imprescindibile, ai fini della valutazione dell'illeicità della condotta, una verifica della sussistenza dell'elemento soggettivo quale criterio di imputazione. Al riguardo, si è parlato di un sistema di responsabilità da prospetto fondato sulla nozione di colpa oggettiva, per cui basterà semplicemente che l'investitore provi l'inclusione di un dato errato all'interno del prospetto per dimostrare la colpa dell'emittente²³⁸, spettando eventualmente a quest'ultimo fornire la difficile prova liberatoria. Siffatta regola non vale solo per l'emittente ma altresì per i propri amministratori, per gli intermediari incaricati di promuovere l'investimento presso il pubblico, per la società di revisione deputata alla certificazione dei bilanci dell'emittente, per lo *sponsor*

²³⁸ Peraltro, la nozione di colpa oggettiva non va confusa con quella di responsabilità oggettiva (che prescinde da ogni valutazione dello stato psicologico del soggetto), che nel caso di specie non si ritiene operante: pertanto, l'emittente potrebbe dimostrare la propria assenza di colpa e, con ciò, andare esente da responsabilità: Tirrito G. D., *Il danno da prospetto*, in *I danni risarcibili nella responsabilità civile. I singoli danni*, vol. VI, Utet giuridica, 2005, p. 95 ss.

dell'operazione in caso di IPO²³⁹, nonché per la Consob che presiede alla regolarità di tutta l'operazione di ricorso al pubblico risparmio. Trattasi di tutti soggetti su cui potrà gravare la responsabilità da prospetto. Tra di essi, gli intermediari incaricati del collocamento hanno richiesto particolari sforzi interpretativi da parte di dottrina e giurisprudenza, in considerazione del rapporto diretto, di fiducia, che li lega ai risparmiatori. In forza di tale relazione è stata così fondata la responsabilità per negligenza dell'intermediario²⁴⁰ e di essa ha altresì tenuto conto la Consob allorquando ha deciso di cristallizzare, nell'articolo 14 del Regolamento 11971/1999, l'obbligo dei responsabili del collocamento di attenersi «ai principi di trasparenza e correttezza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta e si astengono dal diffondere notizie in contrasto con il prospetto informativo volte ad influenzare l'andamento delle adesioni».

Per quanto concerne la responsabilità delle società di revisione, è stata oggetto di più attenta analisi dal momento in cui tali società – svolgenti un ruolo di certificazione dei dati contabili della società emittente, volti a garantire una rappresentazione chiara e veritiera della relativa situazione finanziaria e patrimoniale – sono state indicate tra i soggetti responsabili degli scandali finanziari di inizio millennio.

La società di revisione si assume la responsabilità del giudizio professionale che esprime sul bilancio di esercizio e su quello consolidato dell'emittente, così come previsto dall'articolo 96 TUF, in conformità all'articolo 14 d.lgs. n.

²³⁹ IPO è acronimo di *Initial Public Offering*, cioè la prima offerta al pubblico delle azioni di una determinata società.

²⁴⁰ In dottrina inoltre si è rilevato che gli obblighi di verifica imposti al collocatore non sono talmente penetranti da coinvolgere anche una verifica ulteriore rispetto alla certificazione del bilancio, dovendosi limitare a una verifica della corrispondenza tra i dati nel bilancio certificato e quelli indicati nel prospetto: Tirrito G. D., *Il danno da prospetto*, in *I danni risarcibili nella responsabilità civile. I singoli danni*, vol. VI, Utet giuridica, 2005, p. 95 ss.

2010/39²⁴¹. L'attività di revisione è svolta nell'interesse del corretto funzionamento dei mercati finanziari, ma anche nell'ottica di protezione degli investitori, sicché le valutazioni circa il relativo regime da applicare, si sono focalizzate sulla ricerca del miglior equilibrio possibile tra deterrenza e responsabilità. È stato al riguardo rilevato che la società è chiamata a rispondere anzitutto nei confronti dell'emittente oggetto di revisione, con cui è legata da un rapporto contrattuale. Vi è poi la responsabilità nei confronti dei terzi che lamentino una violazione del proprio patrimonio²⁴². Nella prima ipotesi, la responsabilità ha natura contrattuale, nella seconda extracontrattuale²⁴³.

Di poi, altro soggetto potenzialmente responsabile per danno da prospetto è lo *sponsor*, intermediario che svolge un'attività di assistenza dell'emittente nel corso della procedura di ammissione alla quotazione dei propri strumenti finanziari sui mercati regolamentati. Mediante il proprio ruolo di garanzia delle informazioni rese dall'emittente, lo *sponsor* persegue l'obiettivo di assicurare un regolare svolgimento della procedura. Tale soggetto riveste una posizione particolarmente delicata, perché più di chiunque altro potrebbe trovarsi in situazioni di conflitto di interessi in quanto socio o creditore della società quotanda. In siffatta ipotesi, la dottrina ha evidenziato il bisogno di un controllo più severo del proprio operato rispetto a quello del semplice collocatore, proprio per i possibili interessi verso l'attività di sollecitazione.

²⁴¹ Nel testo consolidato con il d. lgs. 17 luglio 2016, n. 135. Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE.

²⁴² Sangiovanni Valerio, *La responsabilità della società di revisione*, in *La responsabilità civile*, ottobre 2010, p. 699 ss.

²⁴³ La responsabilità extracontrattuale di una società di revisione, per i danni derivati a terzi dall'attività di controllo e di certificazione del bilancio di una società quotata in borsa, sussiste anche nell'ipotesi di revisione volontaria, effettuata su incarico della società medesima (nella specie, è stata confermata la sentenza di merito che aveva ritenuto la responsabilità extracontrattuale della società di revisione per l'erronea certificazione dello stato patrimoniale di una società, compiuta su incarico di quest'ultima, nei confronti degli acquirenti delle quote societarie relative, che non avrebbero stipulato il contratto definitivo, esercitando il diritto di recesso stabilito nel preliminare, ove avessero conosciuto il reale e inferiore valore della società): Cass. Civ., Sez. III, 18.7.2002, n. 10403.

Infine, è prevista altresì un'eventuale responsabilità anche della Consob per i danni subiti dagli investitori in conseguenza della inesattezza o falsità del prospetto informativo, la quale rientra nella più ampia categoria della responsabilità delle Autorità indipendenti per mancato esercizio dei propri poteri di controllo e di vigilanza. Rispetto a tale ipotesi di responsabilità, la Suprema Corte di Cassazione, seppur in un primo momento si era pronunciata negandone i presupposti per il relativo riconoscimento²⁴⁴, già a partire dal 1999 ha mutato il proprio orientamento e ha riconosciuto il diritto a un equo indennizzo a favore di chi abbia subito un danno per comportamento doloso o colposo della Pubblica Amministrazione. A tal fine, ha posto in essere una lettura estensiva dell'articolo 2043 c. c.²⁴⁵ Solo due anni dopo, è stata così riconosciuta la responsabilità civile della Consob per negligenza mostrata nell'aver autorizzato un'operazione finanziaria, nonostante la falsità del prospetto informativo, contravvenendo ai principi cardine del proprio agire²⁴⁶.

²⁴⁴ «Con riguardo all'azione risarcitoria, che il socio di un istituto di credito esperisca contro la Banca d'Italia, al fine di denunciare la responsabilità in ordine al dissesto dell'istituto medesimo, in relazione al mancato promuovimento dei provvedimenti cautelari contemplati dagli art. 57 e 67 l. 7 marzo 1938 n. 141 (scioglimento del consiglio di amministrazione e revoca dell'autorizzazione all'esercizio del credito), deve essere dichiarato il difetto assoluto di giurisdizione, per carenza di posizioni qualificabili come diritti soggettivi od interessi legittimi, considerato che, rispetto ai suddetti interventi discrezionali affidati al ministro del tesoro, la banca d'Italia svolge funzioni di proponente, che si esauriscono nell'ambito del rapporto pubblicistico con lo Stato (del quale la banca stessa è organo, per quanto attiene ai compiti di controllo delle attività creditizie)»: Cass. Civ., Sez. Un., 29 marzo 1989, n. 1531.

²⁴⁵ «I criteri cui deve attenersi il giudice di merito avanti al quale sia dedotta una domanda risarcitoria ex art. 2043 c.c. nei confronti della p.a. attengono: a) la sussistenza di un evento dannoso; b) la incidenza del danno su un interesse rilevante per l'ordinamento; sia esso un interesse indifferenziatamente tutelato nelle forme del diritto soggettivo (assoluto o relativo) ovvero nelle forme dell'interesse legittimo o altro interesse giuridicamente rilevante e quindi non riconducibile a mero interesse di fatto; c) la riferibilità dell'evento dannoso ad una condotta positiva od omissiva della p.a.; d) la imputazione a titolo di dolo o di colpa della p.a., non già sulla base del mero dato obiettivo della semplice adozione e/o alla esecuzione di un atto illegittimo, ma della violazione delle regole di imparzialità, di correttezza e di buona amministrazione, alle quali deve ispirarsi l'esercizio della funzione amministrativa»: Cass. Civ., Sez. Un., 22 luglio 1999, n. 500.

²⁴⁶ «La Consob, quale garante della legalità dell'agire delle società deve accertare l'esattezza e la completezza dei dati e delle notizie comunicati o pubblicati; qualora non informi la propria azione a tali fini, incorre in responsabilità dovendo la Commissione, nell'esercizio della

Ciò posto, nel 2017, l'Unione europea ha posto in essere un aggiornamento del regime di prospetto, mediante un Regolamento volto a un rafforzamento della protezione degli investitori. Il Regolamento UE/2017/1129 (Regolamento prospetto) sostituisce la precedente direttiva del 2003 e le relative misure attuative²⁴⁷. Il 14 marzo 2019, il legislatore europeo ha anche adottato il Regolamento delegato UE/2019/980 che sostituisce il Regolamento (CE) n. 809/2004 e che integra il Regolamento del 2017 con riguardo al contenuto, al formato, al controllo e all'approvazione del prospetto.

Il c. d. Regolamento prospetto disciplina, con una riscoperta importanza da attribuire al processo di divulgazione delle informazioni, il prospetto da pubblicare qualora i titoli siano offerti al pubblico ovvero ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. «L'informativa sull'offerta pubblica di titoli o sulla loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato è essenziale per tutelare gli investitori, in quanto elimina le asimmetrie informative tra questi ultimi e gli emittenti. L'armonizzazione di tale informativa consente la creazione di un meccanismo transfrontaliero di passaporto che facilita il funzionamento efficace del mercato interno per una vasta gamma di titoli» (considerando n. 7, Reg. UE/2017/1129).

Il regolamento sul prospetto è applicabile, dal luglio 2019, ad opera delle autorità competenti negli Stati membri, in collaborazione con l'ESMA. Mediante tale strumento, il legislatore europeo ha inteso ridurre le formalità burocratiche per le imprese che vogliono raccogliere capitali, attraverso la previsione di prospetti informativi dal contenuto più snello e di semplice comprensione per gli investitori, sottoposti ad approvazione da parte delle relative autorità

funzione di vigilanza, tener conto oltre che dei vincoli esterni rappresentati dall'imparzialità, dalla correttezza, e dalla buona amministrazione, anche di quello interno costituito dall'attivazione della vigilanza nell'interesse pubblico»: Cass. Civ., Sez. I, 3 marzo 2001, n. 3132.

²⁴⁷ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE.

competenti. In tale ottica, sono stati individuati precipui criteri, volti a una più facile identificazione dei rischi più rilevanti da inserire all'interno del prospetto²⁴⁸. Si ha riguardo a una novità particolarmente rilevante, la quale, non presente nella precedente direttiva del 2003, è volta a garantire un'effettiva informazione con riguardo ad essi da parte degli investitori che debbano assumere consapevoli scelte di investimento. A tal fine, è stata altresì prevista una notevole riduzione del contenuto della nota di sintesi, totalmente ridefinita anche nel formato, con l'obiettivo di una necessaria semplificazione. In riferimento a tale nota, è stato eliminato l'obbligo di presentazione qualora si rediga un prospetto di base, essendo necessaria solo in occasione di ogni singola emissione. Dovrà, in tal caso, essere allegata alle condizioni definitive.

È stato così fatto un ulteriore passo avanti nel processo di uniformazione delle disposizioni applicabili nei diversi ordinamenti nazionali, così da rendere più efficiente il mercato e aiutare le imprese nella raccolta di capitali da fonti di finanziamento differenti all'interno dell'Unione. L'elemento di maggiore novità rispetto alla previgente disciplina, è sicuramente anzitutto rappresentato dallo strumento normativo scelto per il perseguimento di tali finalità: «il ricorso a un regolamento, direttamente applicabile senza necessità di recepimento nell'ordinamento nazionale, dovrebbe limitare la possibile adozione di misure divergenti a livello nazionale, dovrebbe assicurare un approccio uniforme e una maggiore certezza del diritto e dovrebbe impedire l'insorgere di detti ostacoli significativi. Il ricorso a un regolamento consentirà inoltre di rafforzare la fiducia nella trasparenza dei mercati in tutta l'Unione e di ridurre la complessità regolamentare e i costi di ricerca e di conformità a carico delle imprese» (considerando n. 5). Il principale limite della previgente direttiva era costituito difatti proprio dall'ampia discrezionalità lasciata ai singoli Stati

²⁴⁸ A tal proposito, l'ESMA ha pubblicato nel marzo 2019, delle linee guida sui fattori di rischio, al fine di consentire una maggiore uniformazione in materia tra i diversi ordinamenti nazionali: «ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation».

membri in sede di attuazione, con un inevitabile proliferare di differenze applicative.

L'articolo 11, comma 2, definisce il ruolo della responsabilità civile: «Gli Stati membri assicurano che le loro disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile si applichino alle persone responsabili delle informazioni fornite in un prospetto.

Tuttavia, gli Stati membri assicurano che nessuna responsabilità civile sia attribuita a una persona unicamente sulla base della sintesi di cui all'articolo 7 o della sintesi specifica di un prospetto di crescita dell'UE a norma dell'articolo 15, paragrafo 1, secondo comma, compresa qualsiasi traduzione di ciò, a meno che:

(a) è fuorviante, inesatto o incoerente, se letto insieme alle altre parti del prospetto; o

(b) non fornisce, se letto insieme alle altre parti del prospetto, informazioni chiave al fine di aiutare gli investitori nel valutare se investire in titoli».

In sostanza, la dimensione di esecuzione privata è lasciata alla discrezione degli Stati membri. Al riguardo, il Regolamento delegato prevede altresì la facoltà per le singole autorità nazionali di dare applicazione a «criteri aggiuntivi» rispetto a quelli individuati dal legislatore europeo per il controllo della completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni contenute nel prospetto, «se necessario per la tutela degli investitori». Ciò rischia di far vacillare le intenzioni che hanno spinto il sorgere dei Regolamenti europei, essendo altamente probabile una divergenza di tali criteri tra i diversi ordinamenti nazionali. Forse, il legislatore europeo, avrebbe potuto manifestare maggiore coraggio, eliminando in radice qualunque possibilità di nascita di intollerabili differenze, non solo a livello normativo ma, soprattutto, applicativo. Un ruolo fondamentale potrebbe essere rivestito a tal proposito dall'ESMA, investita dell'arduo compito di assicurare la convergenza tra le

diverse prassi seguite dalle autorità dei singoli Stati membri. Bisognerà attendere e aspettare di poterne valutare i risultati operativi, con la consapevolezza che una tanto auspicata rivincita dei diritti degli investitori potrà aversi solo attraverso un'effettiva e piena rispondenza tra certezza delle forme di tutela previste a livello europeo e la relativa uniforme applicazione all'interno dei singoli ordinamenti nazionali.

8. L'importanza della fiducia nel panorama delle società fiduciarie

La fiducia è una parola molto significativa e profonda.

Già Giuseppe Messina aveva trattato l'argomento, facendo una distinzione tra fiducia romanistica e fiducia germanistica. Di poi, i grandi maestri della scuola giuridica messinese²⁴⁹ avevano trattato con attenzione la problematica relativa alla dissociazione tra individualità e gestione, la differenza tra negozio fiduciario e negozio simulato, la natura del rapporto di interposizione reale e fittizia, il problema della qualificazione del contratto.

Per quanto qui di interesse è possibile anzitutto affermare che un mercato finanziario efficiente si basa essenzialmente sulla fiducia: fiducia sugli emittenti, ma soprattutto fiducia sugli intermediari che fanno da indispensabile *trait d'union* fra coloro che hanno bisogno di risorse finanziarie e coloro che intendono investire i propri risparmi, per trarre da essi una possibile e più o meno elevata fonte di reddito, nel mercato finanziario anziché altrove²⁵⁰.

²⁴⁹ In particolare, Salvatore Pugliatti.

²⁵⁰ I risparmiatori, dunque, hanno bisogno di fidarsi di qualcuno, di operatori professionali che coprono il gap informativo di cui i primi soffrono: se gli intermediari finanziari che a vario titolo ed in diverse fasi si interpongono fra emittenti e risparmiatori, riescono a guadagnarsi la fiducia dei risparmiatori, le risorse finanziarie di questi ultimi affluiscono anche sul mercato diretto dei capitali; altrimenti no, e quelle risorse sono destinate ai depositi bancari, ai titoli di Stato, se non agli investimenti immobiliari o ad altre iniziative ancora: Pisani Massamormile, *Emissione obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, Grafischena, Fasano, 2005, p. 5.

All'interno dell'attuale disciplina dei mercati finanziari, la fiducia si atteggia quale elemento vitale, non solo di natura tecnica, ma anche sociale, etica e morale. Essa viene posta come obiettivo delle regole di condotta al cui rispetto sono tenuti gli operatori finanziari. La fiducia e il relativo obbligo di agire con la correttezza necessaria per generarla, vanno intesi l'una quale valore fondamentale, l'altro come clausola generale di carattere giuridico ed etico, elemento di connessione tra i principi cardine della società civile e l'apparato legislativo di un determinato ordinamento.

Allo studioso del diritto dei mercati finanziari, il tema della fiducia non può che evocare subito quello delle società fiduciarie, annoverate tra i soggetti abilitati a svolgere, nell'ordinamento italiano, prestazioni di servizi finanziari. Si ha riguardo a una categoria residuale cui non possono accedere nuovi soggetti. L'articolo 199 TUF stabilisce che «fino alla riforma organica della disciplina delle società fiduciarie e di revisione, conservano vigore le disposizioni previste dalla l. 23 novembre 1939, n. 1966, e dall'art. 60, comma 4, del d.lgs. n. 415 del 1996».

Le società fiduciarie sono imprese che svolgono attività di amministrazione di beni conferiti da un soggetto, secondo le istruzioni da questi impartite all'interno di un accordo stipulato tra le parti (*pactum fiduciae*). La normativa in materia di intermediazione finanziaria, nel regolare le società fiduciarie, si limita a evidenziare l'estensione agli «altri» soggetti abilitati, della fruizione del «regime, già proprio delle sole società fiduciarie, di gestione in nome proprio di patrimoni dei clienti». Ne deriva la configurazione di «uno stato ibrido: le società fiduciarie d'intermediazione mobiliare»²⁵¹.

²⁵¹ Mezzacapo Vincenzo, *Commento sub art. 199*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, p. 1789.

Esse sono state tra i protagonisti di quel processo di innovazione finanziaria che ha rivoluzionato il panorama dei prodotti e degli intermediari, sin dagli anni '80 del 1900.

Le società fiduciarie originano dalla capacità di costruire e formalizzare un rapporto di fiducia tra un intermediario e il proprio fiduciante, cioè tra la società che presta il servizio di amministrazione per conto terzi e la persona fisica o giuridica che conferisce mandato alle società fiduciarie affinché i propri beni vengano amministrati secondo specifiche istruzioni²⁵². A parte la formalità che caratterizza lo strumento fiduciario, occorre dunque prestare particolare attenzione alla caratteristica propria di questo tipo di contratto: la fiducia. Spesso, nelle relazioni che oggi contraddistinguono la nostra società e, in particolare, nei rapporti che caratterizzano il mondo bancario, finanziario e dell'economia, la fiducia viene tradita. Purtroppo, tradire la fiducia non significa solo produrre dei risultati negativi – nei confronti dell'investitore, piuttosto che di una persona che ha dato fiducia a un'altra –, ma significa anche registrare che una delle due parti coinvolte in tali rapporti non abbia correttamente, e nel rispetto dei principi che caratterizzano quella specifica relazione, onorato le caratteristiche principali dell'accordo.

In virtù delle trasformazioni che hanno travolto la vigilanza, anche all'interno del settore fiduciario si è assistito a una riforma importante, in forza della quale le principali fiduciarie di estrazione bancaria con caratteristiche assimilabili alle spa, hanno dovuto obbligatoriamente richiedere l'iscrizione, con istanza, alla

²⁵² Ed invero, la possibilità – riconosciuta dall'ordinamento – di ricorrere alla formale intestazione di strumenti finanziari ad una società fiduciaria (che li amministra o li gestisce nel rispetto delle istruzioni del fiduciante) si risolve nell'implicita, legittima costruzione di un «velo» destinato a coprire coloro che non vogliono far trasparire all'esterno il loro *status* di proprietari di valori mobiliari. Non a caso la giurisprudenza, nel sottolineare la scissione tra titolarità del diritto di proprietà delle azioni e legittimazione all'esercizio di tale diritto spettante alla società fiduciaria, tiene a precisare che «i fiducianti... vanno identificati come gli effettivi proprietari dei beni da loro affidati alla società e a questa strumentalmente intestati» (Cass. 99/4943): Pellegrini Mirella, *Le imprese di investimento. In generale*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di Capriglione Francesco, Cedam, II edizione, tomo II, 2010, p. 656 ss.

vigilanza presso la Banca d'Italia. Ciò è sintomo di un settore all'interno del quale sempre di più la fiducia nei confronti dell'investitore è stata ritenuta meritevole di protezione.

Quali sono le caratteristiche principali di un mandato fiduciario? E quali le attività esclusive che un intermediario fiduciario può svolgere? Nel rispondere a tale ultima domanda, sarà possibile scorgere nelle operazioni che egli pone in essere, una naturale esplicazione delle norme di diritto privato europeo.

La regolamentazione che oggi disciplina l'attività fiduciaria è abbastanza antica. È la legge n. 1966 del 23 novembre 1939, recante la «disciplina delle società fiduciarie e di revisione»²⁵³, che ha istituito nell'ordinamento italiano le società fiduciarie a tutti gli effetti e ha specificato il tipo di attività che le stesse possono svolgere.

Attualmente, il contenuto e la forma propri del mandato fiduciario trovano la propria disciplina nel D.M. 16 gennaio 1995. Vigè un obbligo di redazione del mandato fiduciario in forma scritta, con indicazione, tra i tanti, dei singoli beni e diritti intestati, definizione dei poteri attribuiti, previsione dell'eventuale facoltà di modifica o revoca in capo al fiduciante, nonché del relativo diritto a vedersi restituiti, in qualunque momento, i singoli beni conferiti. Occorre altresì l'espressa previsione, ai fini di tutela della clientela e del rispetto della trasparenza, che la responsabilità della fiduciaria, in caso di inadempimento

²⁵³ Nel corso degli anni, la disciplina dettata da tale legge non è mai stata oggetto di trasformazioni, se non con riguardo a specifiche questioni. In particolare, sono stati posti in essere solo alcuni interventi volti a incidere sulla operatività delle società fiduciarie, piuttosto che sulla relativa struttura. Si ricordino, in particolare, la legge 23 marzo 1983, n. 77, «Istituzione e disciplina dei fondi comuni d'investimento mobiliare», con cui le società fiduciarie sono state estromesse dall'attività di gestione collettiva del risparmio (cfr. Visintini Giovanna, *I valori mobiliari*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno Pietro, Torino, 1985, 16, t. II, p. 671), nonché la legge n. 1 del 2 gennaio 1991, disciplinante le attività di intermediazione mobiliare esercitate dalle società fiduciarie. Vi sono stati altresì diversi tentativi di riforma, che non sono però mai stati portati a compimento. Il solo intervento legislativo di particolare interesse è rappresentato dal D.M. 16 gennaio 1995, che ha riformato la disciplina autorizzativa delle società fiduciarie e ha delineato più nel dettaglio, gli elementi caratterizzanti il mandato fiduciario.

delle obbligazioni assunte in forza dell'incarico conferito dal fiduciante, è disciplinata dall'articolo 1218 c. c., nonché dagli articoli 1228 e 2049 c.c., in caso di inottemperanze dei relativi ausiliari. In quanto operatore professionale, la fiduciaria è difatti chiamata a rispondere per gli eventuali danni prodotti dalla cattiva amministrazione del patrimonio dei clienti. Siffatta responsabilità per l'inadempimento dei doveri scaturenti dal contratto, conformemente alla relativa qualificazione giuridica come mandato, è regolata dagli articoli 1176 e 1710 c.c. Nel corso dell'adempimento del proprio incarico, la fiduciaria è inoltre tenuta al rispetto degli obblighi di comunicazione dell'eseguito mandato, nonché di rendiconto quantomeno annuale, ai sensi del D.M. 16 gennaio 1995.

Diverse sono le attività che possono essere svolte dalle società fiduciarie, legittimate, tra l'altro, ad amministrare, sotto forma di impresa, beni per conto terzi. L'amministrazione di beni per conto terzi è un'amministrazione c. d. statica, essendo l'attività svolta dai fiduciari, dietro istruzioni specifiche del proprio fiduciante, priva di qualsivoglia discrezionalità. Difatti, il fiduciante decide di conferire i propri beni dietro l'obbligazione che la fiduciaria svolga e amministri questi beni esclusivamente nel rispetto delle istruzioni impartite dallo stesso. In tale meccanismo, proprio del mandato fiduciario, è possibile riscontrare l'elemento della fiducia, che purtroppo nella realtà attuale, sempre più, risulta carente in una pluralità di rapporti, da quelli con intermediari finanziari e attività di gestione, a quelli con intermediari di natura fiduciaria. Molteplici risultano le cause. Tra le più gravi, si annoverano i casi in cui l'intermediario, chiamato ad amministrare i beni per conto del proprio fiduciante, indirizza il proprio cliente verso scelte finanziarie non felici.

L'attività che può essere svolta dalla società fiduciaria consiste nell'intestazione e amministrazione, per conto del proprio fiduciante, di attività bancarie. Si ha riguardo, tra gli altri, a conti correnti, gestione del risparmio, rapporti bancari amministrati, per la parte finanziaria. In campo societario, invece, le attività

proprie delle società fiduciarie si esplicano nell'intestazione di attività partecipative (spa, srl e relativi crediti mandati nei confronti delle società stesse).

Altra attività interessante che la società fiduciaria può eseguire, di carattere più dinamico rispetto alla staticità sino ad ora rappresentata, consiste nel ruolo di *escrow agreement*. Si ha riguardo a un ruolo di garanzia, svolto dalla fiduciaria in forza di un contratto di indubbia derivazione anglosassone, consistente nel deposito in garanzia presso un terzo soggetto indipendente rispetto alle parti, di uno o più beni oggetto di un rapporto principale tra due o più soggetti. L'essenziale finalità è garantire la buona riuscita dell'obbligazione.

Inoltre, qualora lo prevedano gli statuti, le attività fiduciarie possono consistere in attività di *trustee*. In particolare, all'interno di un *trust*, le società fiduciarie possono rivestire diversi ruoli. Anzitutto, possono essere chiamate a svolgere, in modo professionale, il ruolo di *trustee*, gestendo il *trust* anche da un punto di vista amministrativo e fiscale. Inoltre, le società fiduciarie possono essere indicate quali *protectors*, aventi il compito di vigilare che gli investimenti del *trustee* rispettino la destinazione prefissata e siano eseguiti in modo da non depauperare il patrimonio conferito. Ancora, per conto del *settlor*, le società fiduciarie possono conferire al *trust* le partecipazioni intestate fiduciarmente ad esse. Non bisogna però dimenticare le importanti differenze rispetto a tale istituto. In particolare, la società fiduciaria è chiamata a gestire il bene, che però rimane di proprietà del fiduciante. Nel *trust*, invece, non solo viene conferita la fiducia e il potere di amministrare il bene o l'attività, ma ne viene data anche la titolarità. Proprio relativamente a quest'ultimo, sia permesso manifestare alcuni rilevanti dubbi: il riconoscimento del *trust* all'estero, implica automaticamente il riconoscimento dell'istituto nell'ordinamento italiano? Si possono considerare le disposizioni di carattere pattizio internazionale come disposizioni automaticamente riconosciute in Italia? Tale possibilità è stata

rifiutata dalla stragrande maggioranza della dottrina, sicché il legislatore italiano aveva proposto, sulla falsa riga della legge francese sulla *fiducie*, una disciplina di carattere generale sulla fiducia, introducendo una forma di *trust* molto simile alla *fiducie*. Adesso si è aperto un varco, riservato a coloro che hanno rilevanti disabilità. Con la legge del 22 giugno 2016 n. 112²⁵⁴, sono difatti stati previsti specifici strumenti volti alla tutela di persone con disabilità grave, con introduzione di finanziamenti e agevolazioni volti ad assicurare un progetto di vita per tali persone, da garantire anche quando perdano il sostegno familiare. All'interno di tale normativa, conosciuta dai più come la legge "del dopo di noi, partendo dal durante noi", c'è un capitolo molto specifico che disciplina l'affidamento fiduciario, una sorta di *trust* all'italiana da poco nato. Si ha riguardo alla prima forma riconosciuta dall'ordinamento italiano, atto programmatico con cui il disponente vincola alcuni specifici beni al fine di permetterne una gestione e amministrazione nell'interesse prevalente o esclusivo del soggetto beneficiario²⁵⁵. Siffatto strumento ha certamente molte implicazioni di diritto privato europeo. Esso è nato dall'individuazione di un ruolo di fiducia e indipendenza che l'intermediario, così come la società fiduciaria, può svolgere in un ambito molto delicato, consistente nella gestione di un patrimonio dotato di un fondo speciale vincolato e destinato unicamente a esigenze pratiche e concrete del disabile. Tale attività deve essere posta in essere sulla base e nel rispetto delle indicazioni date dei genitori, nell'interesse della persona con disabilità, anche dopo la morte degli stessi. È evidente che il riferimento è dunque a un terreno assai impervio, nel quale emergono esigenze

²⁵⁴ «Disposizioni in materia di assistenza in favore delle persone con disabilità grave prive di sostegno familiare», c.d. "dopo di noi".

²⁵⁵ Il complesso dei beni che i disponenti vincolano nel *trust*, però, può portare a due criticità con riferimento alle norme sulla successione ereditaria: vi è il rischio, infatti, in primo luogo di giungere a privare il figlio debole di qualsiasi bene proveniente dalla successione ereditaria del genitore o dei genitori disponenti, perché non erediterà mai; in secondo luogo di ledere la quota riservata agli altri figli (e, se del caso, del coniuge): Salvatore Lorenzo, *Il trust nella legge del "Dopo di noi" e la tutela dei legittimari*, in *Trust e attività fiduciarie*, n. 1/2019, p. 15 ss.

primarie, da dover garantire e tutelare a ogni costo. Certamente il tema è di grande interesse perché il legislatore non dà una definizione di *trust*, né dice se esso debba essere disciplinato con legge italiana o straniera. Occorrerà fare chiarezza al riguardo. Tuttavia, già la mera introduzione di siffatto strumento nel nostro ordinamento, rappresenta una breccia nel muro che lo aveva tenuto fuori per molto tempo.

Malgrado l'assenza di una normativa unitaria, è evidente dunque che le società fiduciarie siano tenute ad operare nel rispetto di leggi, clausole contrattuali e disposizioni di vigilanza. La disciplina attuale che ne detta la regolamentazione, omette però di affrontare e dettare risposte in riferimento a questioni ancora aperte. È indispensabile che venga posta in essere un'attività di riordino dell'intera materia, che tenga conto degli interventi dottrinali e giurisprudenziali sul tema e che riesca a rendere più appetibile tale istituto, facendo dello stesso un degno concorrente del *trust* di diritto inglese.

9. La responsabilità per rating creditizi ingannevoli

Le agenzie di rating del credito (CRA²⁵⁶) svolgono una funzione importante all'interno dei mercati finanziari, in quanto rivestono il ruolo di intermediari dell'informazione.

L'attività di rating consiste nel fornire un parere sul merito di credito di un prodotto finanziario ovvero di un emittente, in un determinato lasso di tempo²⁵⁷. Siffatta valutazione è teleologicamente volta all'attribuzione, a

²⁵⁶ *Credit Rating Agency*.

²⁵⁷ Sulla base della definizione data a livello europeo, il rating del credito rappresenta un parere relativo del merito creditizio di un'entità, di un'obbligazione, di titoli di debito, di un emittente di un debito, di azioni privilegiate o di altri strumenti finanziari. Tale parere viene emesso mediante l'uso di un prestabilito sistema di classificazione in categorie di rating. Per una completa disamina della disciplina concernente le agenzie di rating, vedi: Ferri Giovanni – Lacitignola Punziana, *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio dell'economia globale*, Bologna, Il

beneficio dell'emittente, di una rilevante reputazione sul mercato domestico o internazionale delle transazioni finanziarie. Essa consente altresì agli investitori di porre in essere un'analisi indiretta della struttura economica propria dell'operazione, nonché dei possibili rischi alla stessa connessi, consistenti nell'insolvenza o nel ritardo nel pagamento dei titoli.

In considerazione del servizio di informazione reso dalle agenzie di rating, è possibile anzitutto affermare che il conseguente «danno da rating» è inquadrabile, a pieno titolo, come una forma particolare di danno prodotto dalla circolazione sul mercato finanziario di informazioni inesatte. In tal caso, il bene giuridico che si assume violato, consiste nella libertà economica dell'investitore che sostiene di essere stato lesa da un rating non adeguato alla propria specifica situazione patrimoniale, economica e finanziaria. Qualora venga riconosciuta la responsabilità dell'agenzia specializzata sul merito creditizio, invocata dall'investitore, non potrà che riconoscersi idonea tutela all'affidamento che questi ha riposto in buona fede sulle valutazioni espresse dall'agenzia. *L'eventus damni* consisterà proprio nella perdita patrimoniale subita. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla responsabilità conseguente alla sottoscrizione di prodotti finanziari caratterizzati da un rendimento inferiore rispetto a quello atteso in forza del parere espresso.

Il principale ruolo ricoperto dal rating, quale fondamentale criterio che indirizza le scelte dell'investitore e, dunque, la relativa allocazione del risparmio, a vantaggio dei prenditori più meritevoli, è stato definito nell'ordinamento italiano, con particolare chiarezza, dalla giurisprudenza di merito²⁵⁸.

Mulino, 2009; Di Donna Luca, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Biblioteca giuridica, Cedam, 2012.

²⁵⁸ Il primo caso in materia di responsabilità da rating creditizio ingannevole, è stato sottoposto all'attenzione del Tribunale di Milano, sez. VI, e risolto con la sentenza n. 8790 del 1 luglio 2011 (Giud. Brat – Parmalat s.p.a. e Parmalat Finanziaria s.p.a. c. The McGraw-Hill Companies e altri). Con tale decisione, il giudice di merito ha ricondotto il contratto di rating nell'alveo della

È ricorrente tra le Corti italiane la convinzione che incorra in responsabilità l'intermediario che non abbia segnalato al proprio cliente la valutazione operata dalle agenzie specializzate sul merito creditizio di un determinato emittente o prodotto finanziario. Il rating risulta difatti in grado di influenzare il processo decisionale dell'investitore in modo considerevole. Ne deriva che, l'eventuale inottemperanza del relativo obbligo di comunicazione a carico dell'intermediario, costituisce violazione di uno dei più elementari obblighi informativi propri della relazione contrattuale cliente-intermediario. Sicché, l'intermediario che intenda svolgere la propria attività con la necessaria diligenza richiesta a ogni operatore qualificato, non può esimersi dall'informare l'investitore dei possibili rischi derivanti dalle specifiche operazioni di investimento e della relativa eventuale natura azzardata, tenendo conto dei pareri resi dalle società di rating.

In seguito al verificarsi, all'interno dei mercati finanziari, di molteplici scandali, nel febbraio 2004 il Parlamento europeo ha finalmente adottato una specifica risoluzione sulle agenzie di rating del credito, con invito, nei confronti della Commissione, alla presentazione di un parere circa la necessità di un intervento normativo. Ne è derivata la pubblicazione di una comunicazione sulle agenzie di rating, il 9 gennaio 2006, con la quale si è deciso di non avanzare alcuna proposta legislativa in materia. In particolare, la Commissione ha ritenuto sufficienti per regolamentare il fenomeno, le vigenti direttive sui servizi finanziari applicabili alle agenzie di rating e, nello specifico, la direttiva sugli abusi di mercato, la direttiva sui mercati degli strumenti finanziari, nonché la direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD). A tal fine, ha altresì considerato l'autoregolamentazione delle società di rating, fondata sul codice della

prestazione d'opera professionale, tenuto conto del rapporto fiduciario sorto tra committente e agenzia incaricata. Quest'ultima è chiamata a rispettare, nell'adempimento del proprio incarico professionale con la discrezionalità tecnica che le è propria, una serie di *standards*, cioè regole di settore, nonché le relative norme deontologiche: Marianello Marco, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbligazioni e Contratti*, maggio 2012, p. 346 ss.

Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori mobiliari (IOSCO)²⁵⁹. Tuttavia, in seguito a una serie di turbolenze che hanno colpito duramente i mercati finanziari a partire dalla seconda metà del 2007, è stato necessario porre in essere un nuovo esame delle agenzie di rating²⁶⁰ che ha condotto la Commissione a proporre, nel novembre 2008, un regolamento che ne dettasse una compiuta disciplina. Tale regolamento, noto come CRA I²⁶¹, è stato adottato nell'aprile 2009 dal Parlamento europeo e, nel successivo luglio, dal Consiglio. Successivamente, esso è stato emendato, ad opera del Regolamento n. 513/2011 (Regolamento CRA II) ed è stato precisato che, in considerazione della relativa natura, le disposizioni del Regolamento non possano che ritenersi giuridicamente vincolanti²⁶².

«Le agenzie di rating del credito svolgono un ruolo importante sui mercati mobiliari e bancari mondiali giacché i loro rating del credito sono utilizzati dagli investitori, dai mutuatari, dagli emittenti e dai governi come elementi che contribuiscono alla formazione di decisioni informate in materia di investimenti e di finanziamenti» (considerando n. 1, Regolamento CRA I). Esse ricoprono dunque il ruolo di guardiani dei titoli, in forza della propria funzione di

²⁵⁹ *Code of Conduct Fundamentals for CRAs*, denominato "IOSCO CRA Code". Tale codice è stato adottato dalla IOSCO nel dicembre 2004, con la previsione di un obbligo di incorporazione delle relative disposizioni, da parte di tutte le agenzie di rating delle diverse giurisdizioni domestiche, all'interno dei propri codici di condotta interni. Nel 2005, il Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (CESR) ha avviato un dialogo con le diverse agenzie, in forza di una partecipazione volontaria, al fine di monitorare l'effettivo rispetto di tale codice.

²⁶⁰ Gli scandali finanziari hanno messo in evidenza debolezze strutturali nelle istituzioni che presiedono al corretto funzionamento del mercato, come imprese, istituzioni e agenzie di *rating*: Onado Marco, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli. Atti del Convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 1-2 ottobre 2004*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 19 ss.

²⁶¹ Regolamento (CE) n. 1060/2009.

²⁶² Il regolamento stabilisce l'obbligo per tutte le agenzie di rating del credito che desiderano operare nell'UE di registrarsi e rispettare una serie di norme. Le disposizioni mirano a rafforzare la trasparenza, l'indipendenza e la buona *governance* delle agenzie di rating del credito, migliorando così la qualità e l'affidabilità dei rating del credito e la fiducia dei consumatori: Bartels Boris - Ernoult Julien - Hafner Sandra - Metin Inci, *European Banking and Financial Services Law*, IV edizione, Brussels, Larcier, 2010, p. 60 ss.

riduzione delle asimmetrie informative tra partecipanti al mercato. Come minimo, un rating è fonte di informazione pubblica per le decisioni di investimento. Tuttavia, non bisogna dimenticare che esso esprime un rischio in ordine relativo, essendo frutto della raccolta di informazioni sparse sulla situazione finanziaria di alcuni emittenti e sul rischio di inadempimento proprio di taluni prodotti, condensato in un'unica misura del rischio di credito. Di ciò non ha adeguatamente tenuto conto la regolazione, la quale ha per troppo tempo riposto un affidamento eccessivo sulle agenzie di rating, facendo delle stesse gli arbitri di qualunque operazione in titoli, nonché un fondamentale riferimento per gli investitori. È stato così attribuito alle società di rating un ruolo che, con tutta probabilità, non avrebbero altrimenti mai avuto. Si è tentato, negli anni, di correggere tali errori, mediante l'aumento del livello di intervento e, in particolare, l'introduzione in ambito europeo di una disciplina speciale prevedente più severi controlli pubblici. Inoltre, con il Regolamento 462/2013 (CRA III²⁶³), atto legislativo accompagnato dalla Direttiva 14/2013, che ha modificato il Regolamento 1060/2009, si è giunti finalmente alla previsione di una disciplina europea relativa alla responsabilità civile delle agenzie di rating. «I rating del credito, emessi a fini regolamentari o meno, hanno un impatto significativo sulle decisioni di investimento e sull'immagine e l'attrattiva finanziaria degli emittenti. Pertanto, le agenzie di rating del credito hanno una grande responsabilità nei confronti degli investitori e degli emittenti nel garantire il rispetto del regolamento (CE) n. 1060/2009, affinché i rating del credito emessi siano indipendenti, oggettivi e di qualità adeguata. Tuttavia, gli investitori e gli emittenti non sempre si trovano in una posizione che consente loro di far valere la responsabilità delle agenzie di rating del credito nei propri confronti» (considerando n. 32).

²⁶³ Si veda, *ex multis*, Haar Brigitte, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3– Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series n. 2013-02.

Sulla base di tale constatazione, il Regolamento del 2013 ha sottratto al contratto tra emittente e società di rating, la definizione delle specifiche prestazioni da rendere, individuando analiticamente ciò che rientra nei poteri dell'agenzia e, soprattutto, il conseguente regime di responsabilità. Rilevanti obblighi sono stati imposti a carico delle agenzie specializzate sul merito creditizio, in considerazione del considerevole impatto dei servizi prestati sull'interesse pubblico (considerando 8, Reg. (UE) 462/2013). È stata precisata l'importanza di una sottoposizione dei rating e delle relative prospettive a una esaustiva attività di analisi, avente ad oggetto ogni informazione disponibile sul mercato. Tra gli obiettivi principali così perseguiti sono stati annoverati la riduzione dei conflitti di interesse²⁶⁴ e il miglioramento della divulgazione del processo di rating. Tuttavia, «il vero problema è che le formule matematiche delle agenzie guardano indietro mentre la vita è vissuta in futuro, cosa che difficilmente cambierà»²⁶⁵.

Una delle fondamentali funzioni rivestite dalle agenzie di rating, è rappresentata dall'attività di certificazione. Essa è posta in essere soprattutto a beneficio degli operatori che hanno una ridotta capacità di raccolta o di analisi delle informazioni e che, pertanto, non risultano in grado di effettuare valutazioni dotate della medesima efficacia di quelle proprie delle agenzie di rating o degli investitori legati da un rapporto di negoziazione diretta con l'emittente. Tuttavia, – occorre precisarlo – è innegabile che la gran parte dei

²⁶⁴ L'emittente deve investire tempo e risorse per produrre tempestivamente le informazioni necessarie all'agenzia di rating del credito. I dirigenti e i valutatori sono spesso coinvolti nel processo di rating e partecipano alle discussioni sulle commissioni. Tale modello ha il rischio di conflitti di interesse in quanto le entità pagano per il rating. Nella causa *Windecarribee Shire Council v Lehman Brothers Australia Ltd (In Liquidazione)* (2012, FCA 1028), il tribunale ha ritenuto che la CRA ha violato i doveri fiduciari che aveva nei confronti dei consigli locali - in quanto loro consulente d'investimento - raccomandando prodotti da cui l'agenzia avrebbe ricevuto commissioni e profitti significativi e che la sua condotta costituiva una violazione del divieto australiano specifico di comportamenti ingannevoli o ingannevoli a tutela dei consumatori: Miglionico Andrea, *The disclosure regime of credit rating agencies: an obscure veil of compliance?*, in *The journal of business law*, Sweet & Maxwell, 4, 2019, p. 268 ss.

²⁶⁵ Lowenstein Roger, *Triple-A Failure: The Rating Game*, New York Times, 27 aprile 2008.

clienti sia costituita da investitori sofisticati, quali banche e fondi di investimento.

Nell'emettere i propri pareri, le agenzie di rating tengono conto anche di informazioni non di dominio pubblico, quali i memorandum di collocamento privato, ricevute in forza di un accordo di riservatezza stipulato con l'emittente o, più semplicemente, in base alla politica dell'agenzia di conservare la riservatezza sulle stesse. Non bisogna però dimenticare che la determinazione dei rating implica un giudizio soggettivo. Lo scenario è ulteriormente complicato dalla mancata previsione di obblighi di diligenza dell'agenzia di rating nei confronti degli investitori, stante l'assenza di rapporti contrattuali tra gli stessi, la quale rappresenta una delle principali e più sentite problematiche sul tema. I molteplici scandali finanziari, prodotti da un fallimento dei rating (tra i tanti, Enron, WorldCom e Lehman Brothers), hanno messo in luce la carenza di *due diligence* e l'inadeguatezza dei processi di valutazione del merito creditizio. È emersa l'insufficienza della *governance* del rating in termini di protezione degli investitori e, da illustri esperti del settore, è stata evidenziata la necessità di sottoporre le agenzie di rating alle medesime – o, almeno, parimenti efficaci – norme professionali applicabili per gli altri intermediari dell'informazione, quali revisori e analisti finanziari, riformulando le relative responsabilità in considerazione del particolare ruolo ricoperto²⁶⁶. È stata così evidenziata l'importanza della solidità dell'attività interpretativa posta in essere dalle società di rating, per garantire l'effettivo funzionamento della tutela giuridica degli investitori e il conseguente aumento della fiducia del mercato. A tal proposito, tra le più significative novità introdotte con la riforma

²⁶⁶ Non si vede perché se i problemi sono del tutto analoghi a quelli delle società di revisione e degli analisti finanziari (con l'aggiunta di problemi specifici) non debbano essere sottoposti a norme di comportamento e di vigilanza analoghe a quelli di questi operatori: Onado Marco, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli. Atti del Convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 1-2 ottobre 2004*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 34.

regolamentare del 2013, si annovera la definizione di uno specifico regime di responsabilità per le agenzie di rating. Trattasi di un intervento dotato di una particolare rilevanza. Basti al riguardo già solo considerare che, in occasione delle prime controversie giurisprudenziali in materia, le agenzie di rating sono state dichiarate esenti da responsabilità, in considerazione del fondamentale diritto di libertà di espressione²⁶⁷. La versione finale del regime di responsabilità civile adottata è stata tuttavia al di sotto degli ambiziosi obiettivi legislativi.

Ai sensi dell'articolo 35 bis del Regolamento CRA III, «se un'agenzia di rating del credito ha commesso intenzionalmente o per colpa grave una delle violazioni di cui all'allegato III che ha inciso sul rating del credito, l'investitore o l'emittente possono chiedere all'agenzia di rating il risarcimento dei danni subiti a causa della violazione». Il riferimento non è a un canone di difficile interpretazione e valutazione, quale ad esempio una "valutazione errata", quanto piuttosto a una specifica violazione elencata nell'allegato III. Esso contiene una chiara elencazione delle diverse condotte ritenute illecite, le quali si riferiscono a non meno di 84 tipologie di infrazioni, a cui corrisponde un numero ancora più elevato di compiti a cui le agenzie sono tenute. Tali violazioni possono essere suddivise all'interno di tre categorie. Anzitutto, sono considerate tali le violazioni strettamente connesse ai conflitti di interesse e ai requisiti organizzativi o operativi. Vi sono poi le violazioni rappresentanti ostacoli alle attività di vigilanza. La terza categoria è invece costituita dalle violazioni delle disposizioni concernenti gli obblighi informativi. Al concreto verificarsi di una delle seguenti violazioni, è configurabile un'ipotesi di responsabilità, purché l'emittente o l'investitore danneggiato provi

²⁶⁷ Così, nell'ordinamento italiano, al rating è stata riconosciuta la natura di mera opinione, non passibile di essere considerata errata sulla base di dati oggettivi, poiché «le agenzie di rating non formulano raccomandazioni ad acquistare, detenere o vendere determinati titoli, ma emettono semplici pareri sulla capacità di credito di un particolare emittente o di un particolare strumento finanziario ad una certa data»: Trib. Roma, 17 gennaio 2012, n. 835, in *Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 462, con nota di Parmeggiani Federico, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*.

l'intenzionalità o la colpa grave caratterizzanti la violazione e la relativa incidenza sul parere di merito creditizio emesso²⁶⁸. Con riguardo al nesso di causalità, l'emittente è tenuto a provare che esso stesso, ovvero i propri strumenti finanziari, siano oggetto del rating del credito e che la violazione non sia stata prodotta da informazioni inesatte o fuorvianti fornite dall'emittente all'agenzia, direttamente o mediante informazioni pubblicamente accessibili. L'investitore, invece, deve dare prova del legittimo affidamento riposto ragionevolmente – o comunque con la dovuta diligenza – sul rating, ai fini delle proprie scelte di investimento. L'affidamento ragionevole si attesta dunque quale canone probatorio di riferimento per gli investitori istituzionali, conformemente al disposto dell'articolo 5 bis. Siffatto requisito degrada invece al livello della dovuta diligenza qualora si abbia riguardo a un *quisque de populo*. La relativa valutazione dovrà essere posta in essere sulla base del diritto proprio del singolo ordinamento nazionale. La prova dell'affidamento incolpevole, ovvero dovutamente diligente, è a carico dell'investitore stesso. Per il relativo adempimento, è ammesso il ricorso a presunzioni, ai sensi dell'articolo 2727 c. c. Il regime in materia di onere della prova è, senza alcun dubbio, il punto debole dell'intero regime di responsabilità. Con riguardo ad esso, la Commissione aveva inizialmente proposto uno spostamento a vantaggio dell'investitore, soggetto debole, costretto in una naturale posizione di difetto informativo. Tuttavia, tale proposta non è stata accolta ed è stato posto a carico del ricorrente l'intero onere probatorio della violazione posta in

²⁶⁸ Quanto a quest'ultimo elemento è ragionevole che il legislatore abbia previsto una scrematura delle possibili pretese risarcitorie: a danneggiare l'investitore, infatti, non è la violazione di per sé (violazione per la quale sono già approntati i rimedi sanzionatori amministrativi) ma il rating che ne sia stato viziato, sé da risultare errato e a quale egli abbia fatto affidamento al momento della ponderazione delle proprie scelte di investimento: Maciariello Elio, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca impresa società*, anno XXXVII, 2018, n. 1, p. 169.

essere dall'agenzia e del relativo impatto dannoso²⁶⁹. Trattasi di uno stringente onere, il cui superamento è particolarmente complesso persino per gli investitori istituzionali, soprattutto all'interno di un ordinamento, quale quello italiano, in cui la mancanza di meccanismi di *discovery* processuale e la difficile acquisizione dei documenti in possesso della Consob, rende praticamente vana la tutela degli investitori.

Per quanto concerne il necessario requisito della colpa grave caratterizzante la violazione perpetrata dalla società di rating, la relativa definizione dovrà essere ricercata all'interno del singolo ordinamento nazionale. In Italia, con il passare del tempo, essa è stata oggetto di un graduale processo di oggettivazione. Essa è stata difatti intesa come conformità della propria condotta a ciò che è legittimo attendersi in una determinata circostanza, cioè a un dato standard di riferimento, quale quello del buon padre di famiglia. Il riferimento alla colpa grave evoca una graduazione della colpa tipica della responsabilità dei professionisti, la cui disciplina è rinvenibile negli articoli 1176, co. 2, e 2236 c. c. Essa deve essere concepita come ignoranza dei principi elementari attinenti all'esercizio di una professione. Sicché, per la valutazione dell'eventuale responsabilità delle agenzie di rating, occorrerà valutare la riconducibilità a siffatti principi delle norme da esse violate. Inoltre, ai fini della gravità della colpa, dovrà effettuarsi un raffronto con i principali standard di diligenza esigibili in relazione allo specifico comportamento dell'agenzia.

Intanto, in considerazione dell'obbligo di adozione di tutte le «misure necessarie» di cui all'articolo 8, co. 2, Reg. CRA III, è sicuramente da valutarsi gravemente colposa la condotta della società di rating che non esegua un controllo delle informazioni ricevute dall'emittente, qualora esse siano tra loro

²⁶⁹ Tale onere è diametralmente opposto rispetto a quello previsto in caso di responsabilità da prospetto. In siffatta ipotesi, come visto in precedenza, spetta all'intermediario, ai sensi dell'articolo 98 TUF, la prova di aver fornito ogni necessaria informazione e di aver adeguatamente effettuato la *due diligence*.

inconciliabili, ovvero sussistano indizi che portino a metterne in dubbio la relatività genuinità.

Sulla base del disposto degli allegati al regolamento CRA III, è poi possibile affermare che il legislatore europeo abbia inteso attribuire una responsabilità in capo all'agenzia di rating, ogniqualvolta possa riconoscersi una responsabilità c.d. institoria per il fatto posto in essere dal proprio dipendente o analista, indipendentemente dal grado di diligenza usato per prevenire eventuali comportamenti dannosi. Al riguardo, è lo stesso articolo 35 bis, co. 5, che riconosce la possibilità di esercitare «ulteriori azioni risarcitorie in conformità del diritto nazionale»²⁷⁰.

Il legislatore europeo, nella elencazione delle diverse condotte illecite ha inserito anche ipotesi di responsabilità prescindenti da qualsivoglia imputabilità soggettiva²⁷¹. Sicché, con esclusione delle ipotesi di una presunta colpa in organizzazione, appare possibile affermare che il ricorso ostinato al criterio della colpevolezza non sia altro che un omaggio a una tradizione, oramai desueta, in materia di responsabilità civile²⁷².

Ciò posto, occorre evidenziare che alcuna definizione è data, all'interno del regolamento del 2013, relativamente al concetto di danno, da rinvenirsi in forza

²⁷⁰ Nell'ordinamento italiano, viene dunque nuovamente in rilievo, in siffatta ipotesi, l'articolo 2049 c.c., che esercita una funzione integrativa rispetto alle lacune della disciplina negoziale.

²⁷¹ La denominazione della responsabilità come «oggettiva», infatti, non dovrebbe suscitare l'equivoco che si tratti di un diverso tipo di responsabilità, tale da essere ricollegata al puro e semplice nesso causale. Anche in queste ipotesi, infatti, la messa a carico del danno ingiusto è fondata su un criterio che qualifica il nesso causale e consiste nel fatto che la sorgente del danno non è estranea alla sfera di attività che un altro consociato svolge a proprio profitto, e pertanto è da ritenersi in genere soggetta al suo potere di controllo e prevenzione: Betti Emilio, *Teoria generale delle obbligazioni*, Giuffrè, 1954, III, p. 155 ss.

²⁷² Questa, infatti, assolve a una funzione sociale di allocazione dei costi degli illeciti e non a una funzione punitiva, risultando quindi a volte impermeabile ai criteri di imputazione ancorati alla colpevolezza. (...) Questa interpretazione volta a sminuire il ruolo di esimente di un criterio di imputazione come quello della colpa grave, trova d'altronde conferma nella prassi giurisprudenziale italiana in materia di responsabilità del professionista e sembra pertanto la più adatta per interpretare ed applicare, conformemente al diritto nazionale, termini quali «colpa grave»: Maciariello Elio, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del Regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca, Impresa, Società*, Anno XXXVII, aprile, 1/2018, p. 175 ss.

della disciplina vigente all'interno dei singoli Stati membri. «I termini quali “danno”, “intenzione”, “colpa grave”, “affidamento ragionevole”, “dovuta attenzione”, “incidenza”, “ragionevolezza” e “proporzionalità”, utilizzati nel presente articolo ma non definiti, sono da interpretare e applicare conformemente al diritto nazionale applicabile in base alle pertinenti norme di diritto internazionale privato» (articolo 35 bis, co. 4, Reg. CRA III). Al riguardo, molteplici risultano le possibili situazioni. Il danno potrebbe, ad esempio, derivare dall'acquisto di un prodotto finanziario a un prezzo troppo elevato, ovvero dalla vendita a un prezzo estremamente basso. La prova della relativa perdita subita – corrispondente alla differenza fra l'effettivo valore del prodotto in seguito al rating creditizio e la situazione in cui si sarebbe trovato l'investitore senza l'acquisto o la vendita – è particolarmente difficile. Ciò è ulteriore prova del fatto che è imprescindibile una modifica della regolamentazione in materia, che faccia chiarezza su questioni ancora irrisolte e che renda più agevole il ricorso, per l'investitore, ad adeguati mezzi di tutela. Così, potrebbe prevedersi un regime che, anziché porre il complesso onere della prova a carico dell'investitore, con risultati assai scarsi, riconosca la sussistenza della responsabilità dell'agenzia di rating ogniqualvolta sia riscontrabile la mera violazione di un obbligo previsto dall'allegato III, salvo prova contraria. È innegabile che l'applicazione del regime europeo di responsabilità civile previsto per le agenzie di rating ha nel tempo incontrato seri ostacoli. L'incertezza giuridica regna sovrana in tale settore. I continui riferimenti ai singoli ordinamenti giuridici nazionali risultano deludenti. Da essi non possono che scaturire diverse attuazioni delle disposizioni fissate a livello europeo, nonché diverse decisioni prese dai giudici nazionali sulla base delle stesse. Ciò è conseguenza di una radicata e naturale divergenza esistente non solo tra sistemi di diritto comune e di diritto civile, ma altresì all'interno della tradizione propria del diritto civile. Tale situazione contribuisce a intensificare la

farraginosità della disciplina vigente. È dunque auspicabile un nuovo e più pervasivo intervento legislativo, volto al raggiungimento di un tanto auspicato bilanciamento tra libertà di informazione e tutela del mercato, valori che trovano nell'ordinamento italiano garanzia costituzionale, ma che risultano troppo spesso configgenti. L'obiettivo finale è riuscire a rendere concreta la possibilità di far valere la responsabilità delle agenzie di rating sul mercato, ad oggi praticamente impossibile. Basti considerare che l'articolo 35 bis può essere qualificato a pieno titolo come una regola dormiente, stante l'indeterminatezza della relativa applicabilità. Si riscontra, difatti, una diffusa assenza di azioni avanzate in forza di tale disposizione.

Dal continuo rinvio dei regolamenti europei alla «pertinente legislazione nazionale in tema di responsabilità civile», si intuisce dunque che l'obiettivo dell'armonizzazione risulta compromesso. Un sistema efficace e omogeneo in materia di responsabilità da rating purtroppo, ancora oggi, non è altro che una semplice utopia²⁷³.

²⁷³ Spetta ai legislatori e alle corti chiarire ulteriormente l'esatto limite della responsabilità per le agenzie di rating. Il Regolamento europeo dovrebbe essere più esplicito nel provvedere una base legale per le azioni di responsabilità contro le agenzie di rating. Esso si limita, invece, a prevedere che eventuali richieste di risarcimento nei confronti delle agenzie di rating per violazione delle disposizioni del regolamento stesso dovrebbero essere proposte a norma della pertinente legislazione nazionale in materia di responsabilità civile: Cervone Elisabetta, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 294.

CAPITOLO TERZO

L'EVOLUZIONE DELLA RESPONSABILITÀ CIVILE NELLA SOCIETÀ DIGITALE: IL TRATTAMENTO DEI DATI IN AMBITO BANCARIO E FINANZIARIO

1. Il processo di *information technology* e le sue implicazioni

La rivoluzione informatica che, in particolare negli ultimi decenni, ha travolto la *information and communication technology*, ha agevolato l'affermazione di un dinamismo e di una flessibilità nelle relazioni economiche del tutto dirompenti e rivoluzionari. Ne sono derivati un rilevante abbattimento dei tempi operativi e dei relativi costi caratterizzanti l'attività finanziaria.

L'integrazione dei mercati si è così progressivamente fondata su nuove basi. In seguito a un sempre maggiore utilizzo di *internet*, nuove sfide e possibilità sono apparse all'orizzonte, colpendo gli stessi pilastri propri della cultura di mercato dei singoli ordinamenti nazionali. La riduzione degli spazi esistenti ha implicato una più semplice comparazione e una più efficiente concorrenza tra prodotti scambiati sul mercato, a vantaggio di una reale trasparenza²⁷⁴ e correttezza nei rapporti economici.

²⁷⁴ Mentre si individua nella trasparenza contrattuale un ulteriore presidio per la concorrenzialità (e quindi anche per la stabilità) del sistema, si persegue in tali termini altresì il fine, per un verso, di ottenere un più equilibrato assetto contrattuale tra gli intermediari e i clienti, e, per altro verso, di contribuire alla conformazione del mercato bancario (impostato sulle nuove basi concorrenziali) con una normativa di trasparenza che assurge a valore a sé stante dell'ordinamento bancario, riportando gli obblighi di trasparenza innanzitutto a una questione «non di equilibrio o non solo di equilibrio, ma di efficienza dell'impresa», o in termini più comprensivi e generali, prendendo a prestito l'espressione che la legge impiega nel settore contiguo dell'intermediazione finanziaria, all'«integrità dei mercati»: Barenghi Andrea, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 2, pt. 1, p. 159.

Nel processo di rinnovamento che ha investito i sistemi finanziari, un grande peso è rivestito dal passaggio dalla *old* alla *new economy*.

La innovativa virtualità dei sistemi bancari e finanziari è fonte di grandi opportunità, ma risulta anche astrattamente causativa di complessi problemi, che costituiscono la vera sfida cui sono chiamate a far fronte le nuove forme di *e-commerce* e di finanza *on-line*. Nuove figure di operatori finanziari stanno piano affermando la propria posizione a discapito della primazia da sempre rivestita dai tradizionali esperti del settore. Le attività che sono in grado di svolgere, difatti, si caratterizzano per i significativi volumi di affari – sicuramente maggiori rispetto a quelli propri delle modalità operative classiche – ma anche per la drastica riduzione dei costi, conseguente a un’attenta profilazione e selezione della clientela.

Dinanzi a un tale scenario, è legittimo chiedersi se a ciò conseguiranno nuove forme di soprusi e pregiudizi – che richiedono adeguate forme di tutela rispetto ai diritti in gioco – e, in particolare, se ciò comporterà il sorgere di nuove forme di responsabilità.

È dunque opportuno che il legislatore – in particolare quello comunitario – non resti inerme e si adoperi per addivenire a un nuovo e quanto più possibile duraturo equilibrio tra i diversi interessi in gioco. Occorre, a tal fine, realizzare la tanto auspicata tutela degli investitori in *financial products*, tenendo conto dei nuovi strumenti propri dei mercati digitali. Tuttavia, non potranno altresì essere trascurate le richieste avanzate dalle imprese attive all’interno di essi, consistenti nella previsione di regole quanto più flessibili e nel riconoscimento di un ampio spazio di autonomia privata.

La più grande sfida consisterà nel combinare lo sviluppo economico e tecnologico con un adeguato livello di democrazia, in considerazione del fatto che un conto è il grado di evoluzione tecnologica, altro e ben diverso è invece l’inserimento della tecnologia nell’ambito sociale. È indispensabile che

quest'ultima avvenga senza che ne risultino compromessi i diritti fondamentali, la cui idea stessa sembra essere confermata e inevitabilmente messa alla prova in questa incessante perdita di confini. «Nello spazio globale i diritti si dilatano e scompaiono, si moltiplicano e si impoveriscono, offrono opportunità collettive e si rinserrano nell'ambito individuale, redistribuiscono poteri e subiscono soggezioni, soprattutto agli imperativi della sicurezza e alla prepotenza del mercato. Andamenti contraddittori, che sono il segno d'un tempo che non conosce tragitti lineari e vive di conflitti acutissimi»²⁷⁵.

2. *Privacy, libertà e dignità*

La prospettiva giuridica colloca la tecnica in una posizione strettamente connessa con il ruolo della persona. Per questo motivo, Stefano Rodotà, già nel 1973, con ruolo addirittura profetico, in *"Elaboratori elettronici e controllo sociale"*²⁷⁶, ha sollevato due problemi fondamentali, concernenti rispettivamente l'uso degli elaboratori elettronici²⁷⁷ – in grado di raccogliere dati e informazioni sulle persone e di sfruttarle a fini politici e commerciali, con possibile violazione della *privacy* – e la complessa questione del controllo sociale. In particolare, si è chiesto come la società potesse gestire l'evoluzione della tecnologia e, nella ricerca di una compiuta risposta, ha dovuto fare i conti con molteplici problemi, di carattere politico ma soprattutto etico. Tra i tanti, anzitutto, l'individuazione del reale bene per la società.

Di certo, l'evoluzione della tecnologia introduce risparmio, sviluppo, evoluzione, ma nello stesso tempo essa deve essere utilizzata per il perseguimento del bene, cioè per realizzare una compiuta tutela della persona

²⁷⁵ Rodotà Stefano, *Il diritto di avere diritti*, Laterza, 2012, p. 3.

²⁷⁶ Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, il Mulino, 1973.

²⁷⁷ Si ha riguardo a elaboratori che, in quegli anni, corrispondevano a macchine che si potevano permettere solo le grandi imprese e le grandi istituzioni pubbliche.

e, soprattutto, per garantire una aggregazione sociale che sia pacifica e il più possibile prospera. Trattasi di obiettivi il cui perseguimento non è affatto semplice²⁷⁸.

Gli insegnamenti di informatica giuridica sono stati per lungo tempo diretti a individuare un'esaustiva risposta al seguente interrogativo: che effetti possono essere prodotti dall'impiego della tecnologia in ambito giuridico?

Per rispondere a siffatto interrogativo, anzitutto si è cercato di delineare un modello europeo e nazionale concernente l'informatica e il mondo digitale, differente rispetto a quello cinese e americano. In particolare, nell'ordinamento italiano vige una concezione di democrazia nettamente diversa rispetto a quella cinese, essendo il nostro ordinamento fondato su una Costituzione che prevede diritti fondamentali della persona che non possono essere violati. Fra di essi vi è il diritto della persona a una vita privata, che adesso si associa con il diritto a conoscere i propri dati personali, a costruire la propria identità digitale, al rispetto della dignità della persona da parte di colui che raccoglie questi dati.

²⁷⁸ Tra le questioni più importanti con cui le Autorità di controllo e regolamentazione si sono trovate subito costrette a fare i conti e sulle quali è auspicabile che la dottrina specialistica rivolga con interesse sempre crescente la sua attenzione, si segnalano il trattamento normativo degli illeciti di natura civilistica, la responsabilità degli investitori *retail* (in particolare, le questioni del c.d. *cyber-laundering* e dell'evasione fiscale), la responsabilità dei soggetti tipicamente non finanziari (tra cui, ISPS, CSPS e società di servizi) e le tipologie dei reati perpetrabili per via informatica di natura finanziaria: Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail distribuite via internet*, Cedam, 2003, p. 285 ss. Secondo l'Autore, affinché i prodotti e i servizi finanziari possano essere utilmente promossi e collocati a distanza attraverso l'impiego di Internet è necessario che nel processo distributivo intervengano anche soggetti diversi, sia pure con ruoli di natura meramente tecnica: proprio la caratteristica della rete di essere una *open network* presuppone infatti che almeno in una fase, quella di accesso al *web* da parte della clientela degli investitori, un autonomo rapporto contrattuale con un soggetto di natura non finanziaria preceda e si affianchi alla gestione delle attività di *e-finance*. Molto più spesso, nel circuito intermediario-Internet-cliente entreranno però a far parte anche altri operatori tecnici (*host service, mere conduit o caching providers*) oppure altri agenti commerciali, gerenti in *outsourcing* il contatto telematico. In questo senso, rappresenta uno dei profili giuridici più dibattuti sin dalle prime fasi di affermazione dell'utilizzo della rete da parte dei singoli quello della responsabilità di questi soggetti per gli illeciti che dovessero essere perpetrati nella rete. La questione, originariamente sorta in relazione ai reati di diffamazione e violazione della riservatezza, ha assunto una sua rilevanza, sia pure un po' più contenuta, anche rispetto a diversi reati di natura finanziaria.

Proprio quest'ultima viene in rilievo ogniqualvolta si intenda tutelare la persona nei propri aspetti vitali, entrando in gioco il diritto alla vita e all'integrità fisica e psichica²⁷⁹. Il principio di dignità è sancito nell'articolo 1 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea²⁸⁰, documento normativo equiparato ai Trattati dell'Unione, che, proprio in quanto tale, necessita di coordinamento con i principi garantiti da essi²⁸¹. In particolare, non si può prescindere da un bilanciamento con il principio di libera circolazione delle merci – qualora si concepisca il dato personale come un bene dotato di un valore – o con il principio di libera circolazione dei servizi – nel caso si voglia dare risalto all'utilizzo che dei dati viene fatto principalmente da parte degli *Internet providers* –.

Le regole che si sono venute costruendo in Italia agli inizi degli anni '70 e, successivamente, nell'Unione europea, sono regole che cercano di bilanciare proprio questi due valori fondamentali: persona e mercato. Tuttavia, in un ordine di preferenze, viene sempre messa la persona al primo posto²⁸²: «any

²⁷⁹ La dignità pone l'interrogativo di fondo di quale sia il suo contenuto. Lo si coglie in relazione alle questioni in cui essa è invocata, rilevando che, non di rado, la si invoca per sostenere conclusioni opposte: è concepita, da taluni, come limite all'autodeterminazione, da altri, come suggello della libertà di autodeterminarsi in tutto purché non si menomino interessi altrui: del Prato Enrico, *Le basi del diritto civile*, Torino, 2017, p. 319.

²⁸⁰ La dignità che apre la Carta europea dei diritti fondamentali ha un forte significato simbolico e identitario: ci ricorda – anzi, ci ammonisce – che l'Unione europea non aspira solo ad una integrazione economica ma delinea un modello di sviluppo capitalistico che pone al suo centro la persona, e in ciò fa consistere la sua ragion d'essere: Alpa Guido, *Diritti, libertà fondamentali e disciplina del contratto: modelli a confronto*, in *Diritti e libertà fondamentali nei rapporti contrattuali*, a cura di G. Alpa e G. Conte, Giappichelli, Torino, 2018, p. 11.

²⁸¹ Richiamare la dignità non è operazione scontata o retorica: al di là del suo valore intrinseco, essa costituisce un connotato essenziale del modello europeo, che non si riscontra in altri modelli, ad es. nel modello americano; e pur essendo espressiva di un principio che deve essere coordinato con la libertà d'impresa, anch'essa tutelata dalla Carta (all'art. 16) e dai Trattati, nonché con il diritto di proprietà (art. 17), è proprio su questo principio-valore che la dottrina recente ha edificato il concetto di *homo dignus* e di identità digitale: Alpa Guido, *La "proprietà" dei dati personali*, in *Persona e mercato dei dati. Riflessioni sul GDPR*, a cura di Nadia Zorzi Galgano, Cedam, 2019, p. 14.

²⁸² È questo il motivo per cui non si sarebbe potuto concludere il processo di negoziazione del Partenariato transatlantico per il commercio e gli investimenti (in inglese *Transatlantic Trade and Investment Partnership*, *TTIP*), inizialmente definito Zona di libero scambio transatlantica

adequate definition of privacy must allow for the possibility that persons can exhibit a lack of respect of their own»²⁸³

Il diritto alla protezione dei dati personali è un diritto fondamentale dell'individuo, sancito dall'articolo 8 della Carta dei diritti fondamentali del 2000. Emerge immediatamente, dalla stessa collocazione della norma²⁸⁴, un profondo legame tra *privacy*, libertà e dignità, che ci spinge ad andare oltre la tradizionale nozione di quest'ultima come diritto a essere lasciati soli e a considerarla quale fondamentale preconditione per l'esercizio di altri diritti e libertà fondamentali, i quali traggono la loro linfa vitale dalla capacità degli uomini e delle istituzioni di garantire una loro effettiva attuazione, contro qualsivoglia forma di sopruso e di attacco cui sono costantemente sottoposti.

La pacifica rivoluzione della *privacy* ha preso le mosse, nell'ordinamento italiano, dalla legge n. 675 del 1996, entrata in vigore l'8 maggio 1997, che ha finalmente sancito il potere di ciascun individuo di controllare e governare le informazioni sulla propria persona. «Da allora è proseguita senza soluzioni di continuità, con una complessa costruzione che sappiamo destinata a non essere mai interamente compiuta, immersi come siamo in una ininterrotta dinamica tecnologica e sociale che ci mostra un avvenire sempre mutevole. Siamo entrati in un nuovo mondo, di cui non è possibile definire una volta per tutte i contorni, ma le cui caratteristiche via via emergenti il Garante ha sempre

(*TransAtlantic Free Trade Area, TAFTA*). Si ha riguardo a un accordo commerciale di libero scambio in corso di negoziato sin dal 2013 tra l'Unione europea e gli Stati Uniti d'America, in riferimento al quale numerosi problemi sono emersi nel corso del tempo. Tra di essi, ai fini della presente trattazione, si rileva il problema connesso a un adeguato livello di tutela dei dati dei cittadini europei acquisiti dalle imprese statunitensi, stante l'inferiore livello di protezione dei dati della persona negli Stati Uniti rispetto all'Unione europea.

²⁸³ Westin Alan F., *Home information systems: the privacy debate*, in *Datamation*, 1982, n. 4, p. 112.

²⁸⁴ Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea, capo II, "Libertà", art. 8, "Protezione dei dati di carattere personale": «1. Ogni individuo ha diritto alla protezione dei dati di carattere personale che lo riguardano. 2. Tali dati devono essere trattati secondo il principio di lealtà, per finalità determinate e in base al consenso della persona interessata o a un altro fondamento legittimo previsto dalla legge. Ogni individuo ha il diritto di accedere ai dati raccolti che lo riguardano e di ottenerne la rettifica».

segnalato, con una capacità di anticipazione confermata dai fatti. Il nostro è davvero un cantiere sempre aperto, al quale ogni giorno si aggiungono nuovi materiali»²⁸⁵.

Con riguardo alla *privacy*, l'Unione europea, nel 1995, ha introdotto una direttiva che tutela i dati personali²⁸⁶ e, nel 2002, una direttiva che disciplina le banche di dati²⁸⁷. Il principale obiettivo sotteso a tali interventi normativi consisteva nel tutelare la persona che si vedeva esposta, nella società informatica e digitale, alla raccolta di dati²⁸⁸. Per diverso tempo, alla voce di quanti ritenevano che la concentrazione dei dati in forma digitale e la limitazione dell'accesso agli stessi ad operatori qualificati, costituissero una forma di resistenza adeguata contro eventuali comportamenti manipolativi facilmente perpetrabili in ipotesi di raccolta di dati con sistemi tradizionali, si è opposto un diverso filone di pensiero. Quest'ultimo difendeva la raccolta e la classificazione di dati mediante i classici strumenti, enfatizzando l'astrattezza di essi quale naturale barriera contro possibili intromissioni. Difatti, il tempo occorrente per la ricerca dei dati e la consultazione dei documenti, insieme alla dispersione delle informazioni in una molteplicità di sedi, sono solo alcuni degli elementi in grado di elevare il livello di difficoltà dell'operazione illegittima, scoraggiando o tardando il compimento di atti illeciti.

²⁸⁵ Rodotà Stefano, *Relazione 2004 del Garante per la protezione dei dati personali, Discorso del Presidente Stefano Rodotà*, 9 febbraio 2005.

²⁸⁶ Direttiva 95/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 ottobre 1995, relativa alla tutela delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati.

²⁸⁷ Direttiva 2002/58/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 12 luglio 2002, relativa al trattamento dei dati personali e alla tutela della vita privata nel settore delle comunicazioni elettroniche (direttiva relativa alla vita privata e alle comunicazioni elettroniche).

²⁸⁸ Con particolare riguardo a quei dati che necessitano di consenso da parte del titolare. Si pensi ai dati collegati con la salute, ai dati che concernono gli orientamenti culturali e sessuali, cioè a tutti quei dati che configurano l'identità della persona e che molte volte la persona contribuisce a rendere pubblici, attraverso i social; nonché, a tutti quei dati che, altrettanto spesso, vengono invece alla stessa attribuiti.

Con il termine «*nuova economia*» o «*economia elettronica*» («*new economy*» o «*e-economy*») si fa riferimento a un nuovo sistema elettronico che si è profilato negli ultimi anni nei paesi maggiormente progrediti, man mano che le tecnologie digitali hanno reso più economico e agevole l'accesso, l'elaborazione e l'archiviazione delle informazioni riguardanti la persona: alla base della nuova economia vi sarebbe infatti la trasformazione dei dati digitali in valore economico e sociale. In effetti, l'enorme volume dei dati disponibili ha per molti versi trasformato le dinamiche delle attività economiche e ha al contempo modificato le modalità di funzionamento del mercato, con l'effetto di provocare una ristrutturazione delle imprese e l'innescò di differenti opportunità per la creazione della ricchezza²⁸⁹.

Oggi, l'attività bancaria e finanziaria si trova immersa nella perdita di confini. La grande sfida che gli intermediari si trovano a fronteggiare, concerne il loro stesso ruolo, messo in discussione da soggetti che hanno la possibilità di svolgere la stessa attività a costi più bassi.

In questo cambiamento, rientra sicuramente il diverso modo di operare dei diretti interessati e la materia prima utilizzata: i bisogni informativi delle banche, alla base del rapporto di fiducia con i clienti, che si trovano a dover conoscere il cliente. Le informazioni tanto più sono dettagliate, tanto più riescono a sopperire al rischio. Sono stati così predisposti dei codici sulle informazioni creditizie, le c.d. informazioni tradizionali concernenti il creditore. Da esse si distinguono le informazioni commerciali, che invece rappresentano la storia imprenditoriale dell'interessato, le notizie raccolte da alcuni esercizi pubblici ma anche altre notizie, quali quelle concernenti un'eventuale crisi aziendale.

²⁸⁹ Per la verità, la questione se tali modificazioni siano state, e siano tuttora, così radicali da meritare l'appellativo di *nuova economia* è argomento da tempo al centro di un ampio dibattito, al quale hanno preso parte, con toni talvolta anche molto accesi, politici, economici e, più in generale, studiosi, opinionisti e commentatori: Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail distribuite via internet*, Cedam, 2003, p. 10.

La materia prima diventa, dunque, sempre più il dato, rispetto al quale il denaro assume carattere accessorio. Una volta che si conosce il soggetto a cui ci si rivolge, è possibile anche offrirgli il denaro, con un rischio logicamente decrescente quante più informazioni si conoscono; ma si tratta di solo uno dei possibili servizi offerenti.

Sempre di più, nella digitalizzazione dell'economia, ogni individuo deposita il proprio patrimonio informativo e assiste alla concorrenza tra soggetti che intendano accedere al dato in quanto creatore di ricchezza, di concerto con la conoscenza.

Le informazioni si sono affermate dunque come il vero bene del ventunesimo secolo, consentendo di offrire servizi quanto più possibile pertinenti alla persona, in quanto ritagliati sulla base delle relative preferenze e necessità.

La capacità di analizzare i dati e di apprendere da essi sta rapidamente diventando un ingrediente essenziale per il successo dell'attività bancaria e finanziaria. I dati sono sempre più lo strumento attraverso il quale cadono i confini della stessa, all'interno di uno scenario in cui la libertà della persona e la sua *privacy* risultano spesso sottoposti a un'indispensabile opera di bilanciamento, che si concretizza in una calibrazione – da un lato – della capacità di consentire il libero mercato e – dall'altro – di creazione, all'interno di esso, di uno spazio in cui la libertà va preservata e lo sviluppo economico, tecnologico, bancario e finanziario procedono di pari passo con un adeguato livello di democrazia²⁹⁰.

²⁹⁰ Circa il rapporto tra democrazia e ordine finanziario, vedi Goldmann Matthias – Steiningger Silvia, *A disclosure theoretical approach to sovereign debt restructuring: towards a democratic financial order*, in *Democracy and financial order: legal perspectives*, Goldmann Matthias, Steiningger Silvia, Springer, 2018, p. 7 ss. I contributi contemporanei concernenti tale rapporto sono abbondanti e diversi l'uno dall'altro. Alcuni teorici ritengono che la democrazia sia stata irreversibilmente smantellata dai mercati finanziari, mentre altri ritengono che il ritorno allo Stato nazionale o la democratizzazione delle istituzioni internazionali siano le uniche opzioni per la democrazia. Altri ancora implicano che una politica tecnocratica guidata da parametri di riferimento raggiungerà risultati che supereranno i problemi di input democratico. Infine, alcuni autori propongono misure per aumentare l'uguaglianza economica nel mondo sviluppato, mentre altri

I dati rappresentano dunque il motore essenziale dell'innovazione e della competitività in Europa.

3. Il trattamento dei dati personali in ambito bancario e finanziario: le posizioni del Garante per la protezione dei dati personali e il Provvedimento in materia di tracciabilità degli accessi ai dati bancari (Provvedimento n. 192/2011)

Evoluzione del sistema normativo, sia a livello comunitario che nazionale, e crescente interesse pubblico, sono elementi che non possono essere trascurati nell'analisi di un tema di preminente interesse quale quello del trattamento dei dati in ambito bancario e finanziario.

Si ha riguardo a un argomento di grande attualità, la cui evoluzione ha preso le mosse da una sempre più avvertita necessità di regole chiare e dettagliate, non vincolate a un approccio di carattere meramente generale e avulso dal contesto di riferimento, ma strettamente connesse ai relativi settori di mercato e alla relativa esposizione a possibili attacchi esterni. In tale ottica, nel nostro

raccomandano di emancipare il mondo in via di sviluppo dalla sua dipendenza economica. In Goldmann Matthias, *The financial crisis as a crisis of democracy: towards prudential regulation through public reasoning*, in *Democracy and financial order: legal perspectives*, Goldmann Matthias, Steininger Silvia, Springer, 2018, p. 131 ss., si legge che la crisi finanziaria rappresenta una sfida per la comprensione della democrazia. Prima della crisi vi era una diffusa convinzione che i democratici non solo erano moralmente superiori alle forme autoritarie di governo, ma erano anche meglio posizionati per affrontare le gravi turbolenze economiche e finanziarie. Si riteneva che gli eventi sistemici che superavano gli alti e bassi puramente ciclici fossero limitati alle parti meno democratiche del mondo. Le crisi in Asia e negli Stati post-sovietici degli anni '90 sembravano confermarlo. La recente crisi finanziaria, tuttavia, è stata una crisi in Occidente e dell'Occidente, mentre alcuni regimi autoritari hanno fatto molto meglio. Ci si chiede se la democrazia possa davvero produrre risultati superiori a quelli di altre forme di governo e creare una società giusta. Per rispondere a tale domanda, l'Autore sceglie come punto di partenza la teoria comparativa di Amartya Sen sulla democrazia che combina gli aspetti orientati all'output e agli input. Sen considera il "ragionamento pubblico" come il meccanismo chiave attraverso il quale le democrazie ottengono risultati migliori rispetto ai regimi autoritari. Il documento esamina poi alcune delle cause della crisi che sono state identificate in letteratura. Dimostra che ciascuna di queste cause può essere intesa come una mancanza di ragionamento pubblico.

ordinamento, l'adozione di specifici provvedimenti e una sempre maggiore semplificazione delle procedure, sono stati elementi caratterizzanti tale evoluzione, avvenuta sulla base delle posizioni adottate dal Garante per la protezione dei dati personali.

Speciale menzione, a tal proposito, merita anzitutto il Provvedimento in materia di tracciabilità degli accessi ai dati bancari (Provvedimento n. 192/2011), pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 127 del 3 giugno 2011. Obiettivo fondamentale perseguito con lo stesso è quello di garantire il rispetto del codice in materia di *privacy*²⁹¹ dettando norme idonee a garantire un adeguato livello di sicurezza e riservatezza dei dati in possesso delle banche. Ciò con riguardo alla tracciabilità delle operazioni poste in essere dai dipendenti all'interno di banche o gruppi bancari, non solo di tipo dispositivo ma anche di semplice *inquiry*, e altresì con riguardo alla circolazione di informazioni concernenti la clientela all'interno degli stessi istituti.

Il Provvedimento ha preso le mosse da segnalazioni e reclami pervenuti da singoli cittadini che rilevavano l'illecito accesso ai propri dati, posto in essere da parte di alcuni dipendenti delle banche con cui intrattenevano rapporti contrattuali di varia natura. Il Garante ha così disposto l'avvio di un'attività di ispezione volta all'accertamento della fondatezza delle istanze, ponendo l'accento anche su un'ulteriore questione sollevata dai clienti, relativa all'indebita cessione dei dati nei confronti di soggetti terzi volta ad un uso assolutamente illegittimo (ad esempio, per la produzione futura in giudizio nel processo avente a oggetto la separazione dal coniuge).

Una stretta collaborazione con l'ABI (Associazione Bancaria Italiana) ha caratterizzato l'attività posta in essere dal Garante. Con il coinvolgimento di «340 tra banche e gruppi bancari, che fanno complessivamente riferimento a 441

²⁹¹ Decreto Legislativo 30 giugno 2003, n.196 recante il "Codice in materia di protezione dei dati personali" (in S.O n. 123 alla G.U. 29 luglio 2003, n. 174).

banche operanti sul territorio italiano» è stato somministrato un questionario anonimo volto a verificare lo *status* delle scelte di carattere organizzativo effettuate dagli istituti di credito.

In seguito a tale operazione di carattere ispettivo, il Garante ha così ammesso l'esistenza di una palese discrezionalità degli istituti di credito nelle scelte di carattere organizzativo e ha al contempo imposto l'adozione di specifiche misure da parte degli stessi. Esse sono state così distinte in «necessarie» e «opportune». Nell'alveo di queste ultime, meritano menzione l'obbligo di comunicare immediatamente al cliente il trattamento illecito dei propri dati personali, perpetrato da un incaricato dell'istituto di credito, e il connesso dovere di comunicazione tempestiva al Garante dell'avvenuta violazione dei dati personali, non solo di carattere illecito ma anche accidentale. Rientra nell'ambito delle misure c.d. opportune anche l'obbligo di informare il cliente della possibile circolazione dei dati che lo riguardano tra le varie filiali o agenzie, nonché l'informativa da fornire all'interessato ai sensi dell'art. 13 del Codice della *privacy*. Per quanto concerne invece le misure c.d. necessarie, si ha riguardo, tra le altre, all'obbligo di eseguire periodicamente, tramite personale diverso rispetto a quello preposto al trattamento dei dati o attraverso un'apposita unità organizzativa, un'attività di *auditing* interno, debitamente documentata. Merita altresì menzione l'adozione di sistemi idonei a monitorare e registrare importanti informazioni, quale il codice di identificazione del soggetto che ha effettuato un'operazione di accesso al sistema, con relative informazioni al riguardo, con esclusione delle sole operazioni poste in essere in forma collettiva, inidonee a garantire un'esatta riconducibilità a un determinato soggetto piuttosto che a un altro.

La prescrizione di tali misure è scaturita dall'avvenuta constatazione di dati allarmanti, soprattutto con riguardo alla circolazione di informazioni non solo tra banche dello stesso gruppo ma anche tra banche e soggetti terzi addetti al

trattamento dei dati bancari dei clienti mediante i relativi sistemi informatici. In particolare, in seguito all'esecuzione dell'attività ispettiva disposta dal Garante, era emersa una intollerabile disomogeneità tra i sistemi organizzativi preposti alla circolazione dei dati bancari nelle due differenti ipotesi illustrate. A essa era conseguito un necessario intervento normativo, volto soprattutto alla definizione delle modalità di trasmissione delle informazioni dal gruppo bancario o dall'istituto di credito alla società preposta alla gestione dell'intero sistema informatico. Ciò al fine di addivenire a un corretto trattamento e a un'adeguata protezione dei dati, senza poter in alcun modo prescindere dalla garanzia della trasparenza, imparzialità e competenza degli addetti alla gestione di tali dati (*outsourcer*) rispetto ai quali era sempre più avvertita la necessità di determinare la possibile qualificazione giuridica. In proposito, occorre trovare una risposta a una domanda: potevano gli stessi essere considerati direttamente responsabili del trattamento dei dati bancari?

Differenti soluzioni venivano altresì constatate con riguardo alla tracciabilità delle operazioni e agli accessi informatici ai dati bancari posti in essere dai dipendenti dell'istituto di credito, in possesso di un ampio margine di discrezionalità nello svolgimento delle proprie mansioni. In particolare, nonostante le istruzioni di vigilanza emanate dalla Banca d'Italia in materia di «organizzazione e controlli interni» imponessero agli istituti di credito di munirsi di adeguati sistemi in grado di monitorare i rischi, indicare le anomalie (*alert*) e garantire la sicurezza dei dati bancari, la maggior parte delle banche non si era adeguata alle stesse, soprattutto relativamente alla tracciabilità dei movimenti di consultazione.

Appurata tale situazione, il Garante, con il Provvedimento n. 192/2011, ha così imposto agli istituti di credito misure volte a sopperire a tali mancanze, al fine di garantire il controllo delle intrusioni o delle violazioni nella protezione dei dati personali.

All'interno della categoria delle misure necessarie, è stata così ricondotta a pieno titolo la designazione dell'*outsourcer* come responsabile del trattamento dei dati bancari e degli istituti bancari come titolari unici dello stesso. Con riguardo a questi ultimi, si è imposta la redazione di un rapporto annuale volto a illustrare la corretta gestione dei dati della clientela ad opera dei titolari del trattamento.

Inoltre, il Garante ha richiesto alle banche l'adozione di adeguate soluzioni per il «controllo dei trattamenti condotti sui singoli elementi di informazione presenti sui diversi database», al fine di garantire, mediante l'utilizzo di *file log* idonei a registrare qualsivoglia informazione concernente le operazioni bancarie poste in essere, la corretta tracciabilità delle stesse. A tal fine, si è richiesto che tali *file*, da ricondurre all'interno degli strumenti di *business intelligence*, fossero idonei a resistere per un periodo di tempo non inferiore a 24 mesi, onde consentire un incremento dei tempi di conservazione delle informazioni. A ciò si è altresì aggiunta la necessità di periodiche verifiche a campione, al fine di monitorare l'esatta conservazione dei *file*, l'effettiva protezione dei dati e la legittimità degli accessi, nonché una costante attività di controllo ad opera di soggetti diversi rispetto a quelli cui era stato affidato il trattamento dei dati ovvero di una società diversa.

4. segue. Il nuovo Regolamento europeo in materia di protezione dei dati personali (2016/679)

Le prescrizioni contenute nel Provvedimento del 2011 hanno destato, tuttavia, non pochi problemi applicativi, dovuti a incertezze di carattere interpretativo. Ciò ha comportato il mancato rispetto del termine di adeguamento imposto agli

istituti di credito (3 dicembre 2013), prorogato alla successiva data del 3 giugno 2014, in seguito alla pronuncia di chiarimenti da parte dell'Autorità Garante²⁹². Anzitutto, il Garante ha specificato che, relativamente all'oggetto del Provvedimento, sono da ricomprendersi nella nozione di dati bancari tutti quei dati «contenuti negli estratti conto, quelli afferenti alle movimentazioni bancarie, le informazioni relative alle operazioni attive e passive e le operazioni effettuate sul conto corrente del cliente, nonché le operazioni richieste dal cliente nell'ambito di prestazioni e attività connesse ai rapporti contrattuali», mentre per operazione bancaria deve intendersi qualsivoglia operazione connessa allo svolgimento dell'attività bancaria *stricto sensu*, con esclusione delle società di assicurazione e delle banche depositarie. Si ha riguardo, in particolare, a tutte le attività previste dall'art. 10, co. 1, del Testo Unico Bancario.

Relativamente, invece, all'ambito di applicazione soggettivo del Provvedimento oggetto di chiarimenti, si è precisato che non sono ricomprese all'interno dello stesso le società di assicurazione e le banche depositarie degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide di un comune fondo di investimento. Ciò a condizione che le attività effettuate dagli incaricati del trattamento non comportino il necessario accesso ai dati dei clienti.

Con il Provvedimento n. 357/2013, il Garante in materia di protezione dei dati personali ha dunque definito l'ambito operativo della delibera n. 192/2011. Tuttavia, il quadro così delineato è stato sottoposto, già qualche anno dopo, a un mutamento notevole, in seguito all'entrata in vigore, in data 24 maggio 2016, del testo definitivo del Regolamento europeo n. 2016/679 in materia di protezione dei dati personali (il c.d. GDPR), il quale è divenuto definitivamente applicabile a far data dal 25 maggio 2018.

²⁹² Provvedimento n. 357 del 18 luglio 2013, «chiarimenti in ordine alla Delibera n.192/2011», con cui l'Autorità Garante ha chiarito l'ambito applicativo del precedente intervento cristallizzato nel Provvedimento n. 192/2011.

Con tale Regolamento, Consiglio e Parlamento europeo hanno dettato norme in materia di protezione delle persone fisiche in riferimento al trattamento dei dati personali e alla libera circolazione degli stessi²⁹³, prestando attenzione alla relativa tutela anche nell'ambito bancario e finanziario.

La necessità di un sempre maggiore utilizzo di supporti informatici da parte della clientela, la continua evoluzione dello stesso concetto di protezione dei dati personali, hanno reso necessario un intervento normativo a livello comunitario che superasse i limiti connessi all'applicazione della direttiva 95/46/CE, per lungo tempo punto di riferimento in materia e ancora viva con riguardo ai principi nella stessa espressi e agli obiettivi perseguiti.

Tuttavia, detta direttiva, non è stata in grado di evitare la dilagante frammentazione di carattere applicativo in materia di protezione dei dati personali all'interno dei singoli ordinamenti nazionali, né è riuscita a superare la convinzione diffusa circa la rischiosità di qualunque operazione effettuata *online*. Tali problemi, accompagnati da un aumento esponenziale non solo della raccolta ma anche della condivisione dei dati tra gli istituti di credito, hanno comportato la necessaria imposizione, nei confronti degli operatori preposti al trattamento dei dati bancari, di obblighi di *compliance* particolarmente stringenti.

²⁹³ Sono due i diritti fondamentali emergenti dal GDPR, le due anime che costituiscono esplicazione della tutela apprestata dal medesimo, da un lato, il c.d. diritto alla *privacy* dell'interessato, la persona fisica la cui corrispondente protezione è sempre oggetto, così come in passato, di una protezione pregnante, dall'altro lato, il diritto al trattamento e il diritto alla circolazione dei dati, entrambi esplicazione della libertà di iniziativa economica del titolare della corrispondente impresa. Sia il diritto alla *privacy* sia il diritto al trattamento e alla circolazione dei dati sono attualmente oggetto di una tutela ampia nel GDPR, in un'ottica di maggior e rafforzato equilibrio reciproco, rispetto alla tutela risultante dalla precedente disciplina di cui alla dir. 95/46/CE, che, quale direttiva di armonizzazione minima, aveva comunque lasciato un certo margine ai legislatori nazionali nel riconoscere una tutela maggiore di quella fissata a livello europeo, e che nel nostro Paese aveva condotto, anche in seguito all'emanazione del Codice della *privacy*, a ritenere in qualche modo preminente la protezione incentrata sul diritto alla *privacy*, rispetto a quella correlata alle altre due posizioni: Zorzi Galgano Nadia, *Le due anime del GDPR e la tutela del diritto alla privacy*, in *Persona e mercato dei dati. Riflessioni sul GDPR*, a cura di Nadia Zorzi Galgano, Cedam, 2019, p. 35 ss.

Basti notare, già semplicemente, la diversa scelta operata dal legislatore circa lo strumento normativo utilizzato: il Regolamento. L'applicazione di una disciplina unitaria in tutto lo spazio europeo, garantisce una maggiore certezza giuridica per qualunque banca, quindi più costretta a fare i conti con innumerevoli normative interne a ciascuno Stato membro e con i relativi costi connessi.

Per addivenire a un siffatto risultato, il Gruppo dei Garanti Europei²⁹⁴ ha cercato di superare i problemi di carattere interpretativo e applicativo che hanno accompagnato l'affermarsi della nuova disciplina in materia di protezione dei dati personali. Sono state così delineate delle linee guida per garantire la concreta e corretta applicazione del Regolamento europeo.

In tale ottica, anche il Garante italiano ha deciso di intervenire con la predisposizione di un prontuario («Guida all'applicazione del Regolamento UE 2016/679 in materia di protezione dei dati personali») volto a offrire indicazioni utili per imprese e soggetti pubblici chiamati a fare i conti con le novità introdotte in materia di *privacy*. Tale documento ha avuto il merito di specificare le principali questioni su cui verte il GDPR, con relativi punti di incontro e di rottura rispetto al Codice della *privacy*.

L'Unione Europea ha dunque destinato grande attenzione²⁹⁵ e ingenti risorse al mercato digitale, non solo rassicurando i cittadini circa la protezione dei dati personali che li riguardano, ma anche costruendo un mercato concorrenziale

²⁹⁴ Organismo indipendente, di carattere consultivo, istituito dalla Direttiva 95/46/CE (art. 29), composto da un rappresentante della Commissione, dal Garante europeo della protezione dei dati personali e da un rappresentante delle Autorità di protezione dei dati personali per ciascuno Stato membro.

²⁹⁵ Basti considerare le diverse Comunicazioni della Commissione susseguitesi nell'ultimo biennio: 1) la Comunicazione "Costruire un'economia dei dati europea" del 10.01.2017; 2) la Comunicazione "Scambio e protezione dei dati personali in un mondo globalizzato" con medesima data; 3) la Comunicazione "Verso uno spazio comune europeo dei dati" del 25.04.2018.

tramite la circolazione e l'utilizzazione dei dati²⁹⁶. Ne è emersa, da un lato, una riscoperta consapevolezza del ruolo del mercato digitale nell'evoluzione dell'economia e nella competizione²⁹⁷, in particolare con Cina e Stati Uniti²⁹⁸; dall'altro, una rinata sensibilità nei confronti dei dati personali, che sono stati individuati al tempo stesso come la risorsa su cui si fonda l'economia digitale e come l'oggetto del diritto alla protezione dei dati personali delle persone fisiche, costituente – ai sensi del considerando n. 1 del Regolamento europeo – un diritto fondamentale. È così emersa l'esigenza di assicurare un pieno ed effettivo rispetto dell'articolo 8, par. 1, della Carta di Nizza e dell'articolo 16, par. 1, del TFUE, in forza del quale ogni individuo ha diritto alla protezione dei dati di carattere personale che lo riguardano, senza potersi prescindere dalla garanzia di un'adeguata protezione di essi anche in ambito bancario e finanziario.

A tal fine, nell'ordinamento italiano, si è chiarito che non solo i singoli istituti di credito, ma anche la stessa Centrale rischi della Banca d'Italia, sono tenuti al rispetto delle norme del D.Lgs. 196/03 – in particolare, di quelle in materia di trattamento dei dati (art. 11), di danni conseguenti a tale trattamento (art. 15) e di tutela giurisdizionale (art. 152) – e, dal 2018, di quelle contenute nel

²⁹⁶ Il nuovo dato è riprodotto nel sistema del GDPR, ove la libera circolazione dei dati personali prefigura il medium per la transizione a un nuovo ordine della società dell'informazione: il governo statico della realtà. È un ordine presentato come "rassicurante": il suo paradigma (le correlazioni statistiche), inverato dall'intelligenza artificiale, promette la liberazione dalla faticosa ricostruzione delle cause degli eventi e perciò di governare più efficacemente la complessità "liquida" della società odierna in virtù di valutazioni generalizzanti e previsioni calcolate matematicamente, assicurando obiettivi ritenuti decisivi nella contemporaneità: sicurezza, velocità ed economicità: Messinetti Raffaella, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contratto e impresa*, 3/2019, p. 861 ss.

²⁹⁷ Nella Comunicazione "Verso uno spazio comune europeo dei dati" del 25.04.2018, si evidenzia che «l'innovazione guidata dai dati è un motore essenziale per la crescita e l'occupazione, in grado di accrescere la competitività europea sul mercato globale».

²⁹⁸ L'Europa cerca di essere il terzo attore e di consolidare il mercato digitale europeo, ma il singolo Stato non può svolgere alcun ruolo. Le scelte politiche, economiche e quindi giuridiche sono necessariamente europee: Finocchiaro Giusella, *Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 7/2019, p. 1672.

Regolamento 679/16. All'interno di quest'ultimo, particolare interesse desta l'art. 82 del Regolamento del 27 aprile 2016, concernente il diritto al risarcimento in caso di violazione delle norme in materia di trattamento dei dati personali: «chiunque subisca un danno materiale o immateriale causato da una violazione del presente regolamento ha il diritto di ottenere il risarcimento del danno dal titolare del trattamento o dal responsabile del trattamento». Si ha riguardo a una disposizione pienamente conforme con il disposto dell'articolo 15, co. 1, del Codice della *privacy*, ai sensi del quale «chiunque cagiona danni per effetto del trattamento dei dati personali è tenuto al risarcimento ai sensi dell'art. 2050 c.c.». Trattasi di un illecito tipizzato, configurabile nel caso di violazione delle norme in materia di trattamento dei dati personali e tratteggiante un'ipotesi di responsabilità speciale tutelata mediante il rimedio del risarcimento del danno, sia patrimoniale che non patrimoniale²⁹⁹. Secondo parte della dottrina, il disposto dell'art. 15, richiamando esplicitamente la norma codicistica in materia di attività pericolose, effettua un collegamento al sistema della responsabilità oggettiva³⁰⁰, anche se non manca la voce di quanti ritengono che il riferimento all'art. 2050 c.c. comporti esclusivamente una presunzione di responsabilità³⁰¹ e non anche la qualificazione dell'attività di trattamento dei dati personali come pericolosa³⁰².

²⁹⁹ A tal proposito, vedi Busnelli Francesco Donato, *Il trattamento dei dati personali nella vicenda dei diritti della persona: la tutela risarcitoria*, in *Trattamento dei dati e tutela della persona*, a cura di V. Cuffaro-Ricciuto-Zeno Zencovich, Giuffrè, Milano, 1998, p. 177 ss.

³⁰⁰ Alpa Guido, *La normativa sui dati personali. Modelli di lettura e problemi esegetici*, in *Dir. inf.*, vol. 13, A., n. 2, Giuffrè, Milano, 1997, p. 723 ss.

³⁰¹ In tal senso, anche Cass. Cass. Civ., Sez. I, 4 giugno 2018, n. 14242: «La fattispecie delineata dai due commi dell'art. 15, D.Lgs. n. 196 del 2003, pone quindi due presunzioni: quella secondo la quale il danno è da addebitare a chi ha trattato i dati personali o a chi si è avvalso di un altrui trattamento a meno che egli non dimostri di avere adottato tutte le misure idonee per evitarlo ai sensi dell'art. 2050 c.c., e quella secondo la quale le conseguenze non patrimoniali di tale danno - sia esso di natura contrattuale che extracontrattuale - sono da considerare *in re ipsa* a meno che il danneggiante non dimostri che esse non vi sono state ovvero che si tratta di un danno irrilevante o bagatellare ovvero ancora che il danneggiato abbia tratto vantaggio dalla pubblicazione dei dati». Si veda, per un esplicativo commento di tale pronuncia, la nota di Esposito Maria Samantha, *Il risarcimento del danno non patrimoniale da illecito trattamento dei dati*

Qual che sia la natura giuridica della responsabilità derivante dalla lesione della riservatezza e dell'identità personale delle persone fisiche, giuridiche e di ogni altro ente o associazione, un dato appare certo: in tutte le decisioni della Suprema Corte di Cassazione in materia, alcuna tutela è stata riconosciuta in capo al soggetto leso se non in forza della sussistenza di un danno. Ne deriva che, anche qualora siffatta fattispecie venisse inquadrata nell'alveo della responsabilità oggettiva³⁰³, ciò che rileva è l'effettivo verificarsi di un danno e di

personali, in *Il Corriere giuridico*, n. 5/2019, p. 625 ss.: una lettura più attenta di tale decisione consente di escludere una volontà della Corte di identificare il danno con l'"evento dannoso", ossia con la mera lesione dell'interesse protetto dalla norma. Può infatti ritenersi che, nella prospettiva della Corte, nell'ipotesi di lesione dei diritti inviolabili della persona il pregiudizio sia destinato ad assumere connotati così forti da consentire di presumere il verificarsi di un danno nella sfera del danneggiato. Tale soluzione trova del resto conforto dall'esame della casistica giurisprudenziale, nel contesto della quale emerge un uso non univoco dell'espressione "danno in re ipsa" (...) Dal ragionamento presuntivo conseguirà, pertanto, una mera inversione dell'onere della prova, gravando sul danneggiante l'onere di dimostrare il mancato verificarsi del pregiudizio nel caso concreto.

³⁰² In forza della Relazione del Ministro Guardasigilli, la disposizione dettata dall'art. 2050 c.c. rappresenta una soluzione intermedia tra la responsabilità per colpa e quella oggettiva, «per la quale, sempre mantenendo la colpa a base della responsabilità, non solo si è posta a carico del danneggiante la prova liberatoria, ma si è ampliato il contenuto del dovere di diligenza che è posto a suo carico», considerando che «nell'esercizio di un'attività pericolosa la prevedibilità del danno è *in re ipsa*, e il soggetto deve agire tenendo conto del pericolo per i terzi». Tuttavia, la dottrina maggioritaria sostiene il carattere oggettivo della responsabilità di colui che esercita attività pericolose. Tra gli altri, vedi Trimarchi Pietro, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano (1961), p. 275 ss.; e ora in Id., *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano (2017), p. 283 ss. e p. 401 ss.

³⁰³ Al riguardo Stefano Rodotà ha intanto evidenziato che si incorre in un errore di prospettiva se si ritiene che lo strumento della responsabilità civile riesca a soddisfare una pluralità di esperienze, tra loro diverse. Si deve al riguardo ricordare che finalità immediata del sistema della responsabilità civile è quella di consentire la traslazione dell'incidenza economica di un danno dal danneggiato ad altro soggetto, considerato responsabile. Ciò corrisponde altresì a una misura mediata di controllo, in riferimento a un sistema – quello della responsabilità civile – progressivamente strutturato come strumento di tutela di talune situazioni contro determinate forme di violazione, chiunque fosse l'autore di queste ultime: Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, ristampa a cura di G. Alpa, Jovene, Napoli, 2018, p. 138 ss. Secondo l'Autore, da ciò deriva che la linea di sviluppo del sistema non può essere tracciata privilegiando il momento del controllo, bensì quello del risarcimento, ampliando i casi in cui questo può essere concesso e affrancando il risarcimento dalla prova della colpa. Un ritorno alla colpa, anche in aree oggi coperte da responsabilità oggettiva, potrebbe forse accrescere la possibilità di controllo dell'attività dell'autore del danno, ma rappresenterebbe un indubbio peggioramento della posizione dei danneggiati. Non si tratta, dunque, di perdere quanto è stato guadagnato grazie all'ampliarsi delle ipotesi di responsabilità oggettiva, ma di rendersi conto che quest'ultima, qualora ne venga forzata la fondamentale funzione risarcitoria, entra in

un nesso causale tra l'attività illecita posta in essere dall'istituto di credito e il danno stesso. Gli ermellini hanno in più occasioni ribadito che il danno non patrimoniale risarcibile ai sensi dell'articolo 15 del codice della *privacy*, pur determinato da una lesione del diritto fondamentale alla protezione dei dati personali, tutelato dagli articoli 2 e 21 della Costituzione, nonché dall'articolo 8 della CEDU, non si sottrae all'accertamento della "gravità della lesione"³⁰⁴ e della "serietà del danno"³⁰⁵ quale perdita di natura personale effettivamente patita dall'interessato. Anche tale diritto deve infatti essere sottoposto a un'opera di bilanciamento con il principio di solidarietà sancito dall'art. 2 della Costituzione, rispetto al quale il principio di tolleranza della lesione minima rappresenta un intrinseco precipitato. Così, in tale ottica, anche qualora una banca venisse ritenuta responsabile per la violazione delle norme in materia di protezione dei dati personali, ad esempio in forza della segnalazione indebita posta in essere ai danni del cliente, con conseguente riconoscimento della necessità di una tutela inibitoria consistente nella cancellazione del nominativo dalla Centrale dei rischi della Banca d'Italia, a ciò non è detto che consegua *sic et simpliciter* una tutela di carattere risarcitorio. Quest'ultima, infatti, potrà essere accordata solo qualora venga riconosciuto un effettivo collegamento tra il danno subito dal soggetto leso e la condotta antiggiuridica perpetrata

contraddizione con se stessa, diminuisce le possibilità di azione del danneggiato, senza per ciò sottoporre a un controllo più penetrante il danneggiante.

³⁰⁴ Cass. Civ., 15 luglio 2014, n. 16133: «La 'gravità della lesione' attiene al momento determinativo dell'evento dannoso, quale incidenza pregiudizievole sul diritto/interesse selezionato (dal legislatore o dall'interprete) come meritevole di tutela aquiliana, e la sua portata è destinata a riflettersi sull'ingiustizia del danno, che non potrà più predicarsi tale in presenza di una minima offensività della lesione stessa. In definitiva, la gravità dell'offesa è funzione plastica del requisito dell'ingiustizia del danno, che ne modella il suo orbitare nella cerchia gravitazionale dell'illecito».

³⁰⁵ Cass. Civ., 15 luglio 2014, n. 16133: «La 'serietà del danno' riguarda, invece, il piano delle conseguenze della lesione e cioè l'area dell'obbligazione risarcitoria, che si appunta sulla effettività della perdita subita (il c.d. danno-conseguenza); il pregiudizio 'non serio' esclude che vi sia una perdita di utilità derivante da una lesione che pur abbia superato la soglia di offensività».

dall'istituto di credito³⁰⁶. In tale ottica, l'art. 4, co. 7, del Codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi di informazione creditizia³⁰⁷, anche se relativamente alle c.d. centrali dei rischi private³⁰⁸, dispone che «al verificarsi di ritardi nei pagamenti, il partecipante, anche unitamente all'invio di solleciti o di altre comunicazioni, avverte l'interessato circa l'imminente segnalazione dei dati in uno o più sistemi di informazioni creditizie». Viene così perseguito il fine di garantire il più alto livello di tutela possibile per il segnalando, reso possibile tramite l'imposizione di un obbligo che non si esaurisce nella preventiva informazione resa nei confronti del cliente, ma che si estende fino a ricomprendere la necessaria adozione di qualsivoglia misura idonea a garantire la correttezza dei dati che vengono conservati e segnalati dall'istituto di credito. Ciò in conformità con il disposto dell'art. 12 del Codice della *privacy*³⁰⁹ e con le Istruzioni dettate dalla Banca d'Italia, in forza delle quali gli intermediari che partecipano al servizio della Centrale Rischi «devono informare per iscritto il cliente e gli eventuali coobbligati (garanti, soci illimitatamente responsabili) la

³⁰⁶ Tra le tante, si vedano: Cass., 25 gennaio 2017, n. 1931; Cass., 5 marzo 2015, n. 4443 («In caso di illecito trattamento dei dati personali, nella fattispecie per illegittima segnalazione alla Centrale dei rischi, (...) il pregiudizio non patrimoniale non può mai essere *in re ipsa*, ma deve essere allegato e provato da parte dell'attore, a pena di uno snaturamento delle funzioni della responsabilità aquiliana. La posizione attorea è tuttavia agevolata dall'onere della prova più favorevole, come descritto all'art. 2050 c.c., rispetto alla regola generale del danno aquiliano, nonché dalla possibilità di dimostrare il danno anche solo tramite presunzioni semplici e dal risarcimento secondo equità»); Cass. Civ., Sez. I, 8 gennaio 2019, n. 207.

³⁰⁷ Codice deontologico e di buona condotta dei S.I.C. (Sistemi d'informazioni creditizie), emanato con Delibera del Garante per la protezione dei dati personali, 16 novembre 2004, n. 8 (G.U. del 23 dicembre 2004, n. 300, modificata dall'*errata corrige* pubblicata in G.U. del 9 marzo 2005, n. 56).

³⁰⁸ Centrali dei rischi private: banche dati, la cui gestione è nelle mani di imprese private responsabili del servizio di raccolta, conservazione e condivisione dei dati creditizi, in rapporto di complementarità con quello pubblico. Le soglie di rischio di siffatte centrali si caratterizzano perché si pongono, quasi tutte, al di sotto di quelle che la Centrale rischi della Banca d'Italia prende in considerazione. Si ha riguardo, in particolare, alla CRIF S.p.a., C.T.C., Experian, Assilea.

³⁰⁹ Art. 12, co. 1, D.Lgs. 196/2003 (misure di sicurezza): «Nell'adottare le misure di sicurezza di cui all'art. 15, comma 1, della Legge e di cui al regolamento previsto dal comma 2 del medesimo articolo, il titolare del trattamento determina anche i differenti livelli di accesso ai dati personali con riferimento alla natura dei dati stessi e alle funzioni dei soggetti coinvolti nei trattamenti».

prima volta che lo segnalano a sofferenza». Detto obbligo, si precisa, « non configura in alcun modo una richiesta di consenso all'interessato per il trattamento dei suoi dati» (cap. II, sez. 2, § 1.5.). Il tema delle procedure di preavviso in caso di prima segnalazione negativa alle centrali rischi, siano esse di carattere pubblico o privato, implica altresì che sia quantomeno evidenziata, in tale sede, un'ulteriore questione, la quale ha preso le mosse da un recente intervento del legislatore in materia di riduzione degli adempimenti di carattere amministrativo per le imprese. In forza del disposto dell'art. 40, co. 2, d.l. 201/2011³¹⁰, convertito in L. 214/2011, difatti, è stata imposta l'abrogazione degli oneri concernenti il trattamento dei dati sensibili di persone giuridiche, enti e associazioni, in materia di *privacy*. Essi sono stati mantenuti esclusivamente per i consumatori, con applicazione di una disciplina specifica³¹¹.

Ebbene, pur essendoci unanimità in dottrina nel qualificare le norme di cui all'art. 4 del codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi di informazione creditizia e all'art. 125 TUB³¹² come norme di carattere speciale, soggette esclusivamente a un'interpretazione di carattere restrittivo e insuscettibili di applicazione estensiva nei confronti di soggetti non rientranti nell'alveo del sistema del credito al consumo, non è mancata la voce di quanti

³¹⁰ Art. 40, co. 2, D.L. 201/2011 (riduzione degli adempimenti amministrativi per le imprese): «Per la riduzione degli oneri in materia di *privacy*, sono apportate le seguenti modifiche al decreto legislativo 30 giugno 2003, n. 196: a) all'articolo 4, comma 1, alla lettera b), le parole "persona giuridica, ente od associazione" sono soppresse e le parole "identificati o identificabili" sono sostituite dalle parole "identificata o identificabile"; b) all'articolo 4, comma 1, alla lettera i), le parole "la persona giuridica, l'ente o l'associazione" sono soppresse; c) il comma 3-bis dell'articolo 5 è abrogato; d) al comma 4, dell'articolo 9, l'ultimo periodo è soppresso; e) la lettera h) del comma 1 dell'articolo 43 è soppressa».

³¹¹ Gli intermediari, rispetto ai consumatori, non devono adempiere l'obbligo di acquisizione preventiva del consenso degli interessati allorché procedono alla comunicazione dei propri dati alla Centrale dei rischi, avendosi riguardo a un adempimento necessario per ottemperare specifici obblighi dettati da norme nazionali e comunitarie (artt. 51, 66 e 107 T.U.B. e art. 24, co. 1, Codice della *privacy*). Né siffatta acquisizione risulta necessaria al fine del trattamento dei dati sensibili del cliente operato dalla Banca d'Italia, quale ente pubblico economico.

³¹² Art. 125, co. 3, T.U.B.: «i finanziatori informano preventivamente il consumatore la prima volta che segnalano a una banca dati [di natura sia pubblica sia privata] le informazioni negative previste dalla relativa disciplina. L'informativa è resa unitamente all'invio di solleciti, altre comunicazioni, o in via autonoma».

hanno proposto una lettura di tipo correttivo della disciplina. Un'idea, questa, scaturita dalla necessità di garantire l'esattezza delle informazioni relative ai dati del soggetto interessato e alla propria situazione creditizia, quale espressione di un interesse avente portata generale all'interno di ogni ordinamento giuridico. Essa si fonda su una rilettura delle norme in esame in forza dei supremi principi di correttezza e buona fede, volta a colmare quel rischioso vuoto di tutela che il legislatore ha creato, forse nel tentativo di un'eccessiva deregolamentazione della materia, a discapito di persone giuridiche, società, enti e associazioni.

Non c'è dubbio dunque che i trattamenti di dati posti in essere nel corso dell'attività bancaria/finanziaria possano causare rilevanti rischi per i diritti delle persone interessate. Ne consegue che, qualora manchi un provvedimento di esclusione ad opera dell'autorità di controllo (art. 35 par. 5, GDPR), la valutazione eseguita dall'intermediario dovrà contenere almeno «a) una descrizione sistematica dei trattamenti previsti e delle finalità del trattamento, compreso, ove applicabile, l'interesse legittimo perseguito dal titolare del trattamento; b) una valutazione della necessità e proporzionalità dei trattamenti in relazione alle finalità; c) una valutazione dei rischi per i diritti e le libertà degli interessati di cui al paragrafo 1; d) le misure previste per affrontare i rischi, includendo le garanzie, le misure di sicurezza e i meccanismi per garantire la protezione dei dati personali e dimostrare la conformità al presente regolamento, tenuto conto dei diritti e degli interessi legittimi degli interessati e delle altre persone in questione» (art. 35, par. 7, GDPR). Sicché, nel caso in cui un intermediario o un'impresa di investimento programmino la formazione o la divulgazione di un prodotto finanziario, nel rispetto della disposizione in esame, saranno tenuti a eseguire la suddetta valutazione, indicando nel relativo documento le finalità del trattamento, nonché ogni informazione in grado di rappresentare le caratteristiche proprie del prodotto. Esse devono essere tali da

costituire valida motivazione per il trattamento dei dati eseguito. Occorre, in particolare, che le misure adottate per il trattamento dei dati tengano conto «della natura, dell'ambito di applicazione, del contesto e delle finalità del trattamento, nonché dei rischi aventi probabilità e gravità diverse per i diritti e le libertà delle persone fisiche» (art. 24, GDPR). Medesime considerazioni valgono altresì per le profilazioni precedenti alla concessione del credito, volte a una sana e prudente gestione dell'istituto bancario.

Inoltre, ai sensi dell'art. 37 del Regolamento europeo, deve essere nominato un responsabile della protezione dei dati qualora «b) le attività principali del titolare del trattamento o del responsabile del trattamento consistono in trattamenti che, per loro natura, ambito di applicazione e/o finalità, richiedono il monitoraggio regolare e sistematico degli interessati su larga scala; oppure c) le attività principali del titolare del trattamento o del responsabile del trattamento consistono nel trattamento, su larga scala, di categorie particolari di dati personali di cui all'articolo 9 o di dati relativi a condanne penali e a reati di cui all'articolo 10». In forza di tale disposizione, l'istituto di credito e l'impresa di investimento sono tenuti all'esecuzione di tale nomina, con la conseguente costituzione di un rapporto regolabile tanto in base a un contratto di lavoro subordinato quanto di un contratto d'opera professionale.

Ne emerge, in conclusione, un modello normativo assai forte, che è stato percepito dalle imprese come una sorta di cappa che introduce dei limiti all'attività economica. Con il Regolamento europeo, il più rilevante passo in avanti compiuto, consiste nell'affermazione del principio di libera circolazione dei dati che ha comportato un drastico allontanamento dai metodi tradizionali che richiedevano, ai fini dell'acquisizione dei dati e della loro messa in circolo, non solo la distinzione dei dati e il consenso del titolare in caso di dati soprainsensibili, ma anche la tempestiva comunicazione all'interessato. Si ha riguardo a un grande passo in avanti, per il raggiungimento del quale, tuttavia, è

innegabile che siano stati forzati i diritti fondamentali. Mi riferisco, in particolare, al diritto a conoscere l'esistenza della banca dati, alle ragioni per le quali questi dati sul proprio conto sono stati raccolti e alle finalità perseguite da chi le raccoglie. Di qui, il ricorso ai più adeguati regimi di tutela, la ricerca dei quali procede a ritmo incessante, nella consapevolezza che, di certo, le grandi organizzazioni di raccolta delle informazioni riescono con maggiore facilità a riassorbire le conseguenze negative degli obblighi di risarcimento cui sono sottoposte, spostando l'incidenza sugli utenti mediante un ampliamento del costo dei servizi. Invece, con la tecnica della responsabilità, è vero che l'interessato riesce a ottenere un risarcimento qualora riesca a stabilire un collegamento tra uso delle informazioni che riguardano la propria persona e l'eventuale danno subito, ma è altrettanto vero che egli non riesce così a garantire un efficace e duraturo controllo sui propri dati, neppure nella forma mediata della pressione economica³¹³. Permane dunque il bisogno di adeguati e più efficienti strumenti di tutela: «senza una forte tutela delle informazioni che le riguardano, le persone rischiano sempre di più d'essere discriminate per le loro opinioni, credenze religiose, condizioni di salute: la privacy si presenta così come un elemento fondamentale della società dell'eguaglianza. Senza una forte tutela dei dati riguardanti le convinzioni politiche o l'appartenenza a partiti, sindacati, associazioni, i cittadini rischiano d'essere esclusi dai processi

³¹³ Di tale avviso, Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, ristampa a cura di G. Alpa, Jovene, Napoli, 2018, p. 136 ss. che evidenzia che la pressione economica è in grado di produrre un reale controllo sociale solo qualora l'area del danno risarcibile sia molto estesa e l'ammontare dei risarcimenti sia elevato: non è questo il caso dell'Italia. Ma neppure si può pensare che, per restituire effettiva incidenza alla tecnica della responsabilità civile, basti una riforma del nostro sistema che lo renda più efficiente nelle direzioni prima indicate. Infatti, nel settore della raccolta dei dati, i protagonisti sono o soggetti pubblici o soggetti privati agenti in situazione di monopolio o di oligopolio, e quindi sottratti a un tipo di condizionamento economico affidato nella sostanza a una struttura che conserva caratteri concorrenziali. Più nello specifico, è ben stato messo in evidenza come in tutti i settori caratterizzati dall'impiego di tecnologie (e quello della raccolta delle informazioni ben può essere compreso tra questi) qualsiasi modello di disciplina non può esaurirsi in un puro e semplice sistema di responsabilità oggettiva, ma deve almeno ricorrere a misure di controllo *in the plant*.

democratici: così la privacy diventa una condizione essenziale per essere inclusi nella società della partecipazione. Senza una forte tutela del "corpo elettronico", dell'insieme delle informazioni raccolte sul nostro conto, la stessa libertà personale è in pericolo diventa così evidente che: la privacy è uno strumento necessario per difendere la società della libertà, e per opporsi alle spinte verso la costruzione di una società della sorveglianza, della classificazione, della selezione sociale»³¹⁴.

Orbene, il Regolamento UE 2016/679 dispone che, per poter essere considerato lecito, il trattamento dei dati non può che avere come fondamento un'adeguata base giuridica, quale, ad esempio, il consenso prestato dall'interessato che deve essere dettagliato³¹⁵, assolutamente libero, informato e reso attraverso una «dichiarazione o azione positiva inequivocabile» (art. 4, n. 11). Non è necessaria la forma scritta e ciò costituisce una grande novità rispetto alla normativa precedente, essendo richiesto dalla disciplina comunitaria esclusivamente che il titolare del trattamento riesca a dimostrare l'avvenuta manifestazione di volontà da parte del soggetto interessato relativamente ai propri dati. «Il consenso dovrebbe essere espresso mediante un atto positivo inequivocabile con il quale l'interessato manifesta l'intenzione libera, specifica, informata e inequivocabile di accettare il trattamento dei dati personali che lo riguardano, ad esempio mediante dichiarazione scritta, anche attraverso mezzi elettronici, o orale» (considerando n. 32). Tuttavia, seppur questo sia solo uno dei tanti considerando che il Regolamento europeo dedica al consenso, non vi è alcuna disposizione relativa alla natura giuridica dello stesso, che risulti risolutiva del

³¹⁴ Rodotà Stefano, *Privacy, libertà, dignità*, Discorso conclusivo della Conferenza internazionale sulla protezione dei dati, Wroclaw (Polonia), 16 settembre 2004

³¹⁵ «Oltre che libero, il consenso, come si diceva, deve essere specifico: ed è manifesto che il requisito della specificità si pone, nel disegno normativo, in stretto collegamento con quello della libertà del consenso, così da risolversi in un'endiadi, giacché la libertà della determinazione volitiva in ordine al trattamento dei dati personali non sarebbe neppure astrattamente configurabile, nel suo atteggiarsi quale consenso informato, se non fosse univocamente indirizzata alla produzione di effetti che l'utente abbia preventivamente avuto modo di rappresentarsi, singolarmente, con esattezza»: Cass. Civ., I sez., n. 17278, 2.07.2018.

seguinte interrogativo: si ha riguardo a una manifestazione di volontà, che rende il consenso parte di un accordo stipulato tra interessato e titolare, oppure a una mera autorizzazione, il c.d. consenso dell'avente diritto? L'una e l'altra tesi sono state sposate, rispettivamente, dai sostenitori della teoria liberista – che propendono per una liberalizzazione della circolazione dei dati, in forza dell'idea di un potenziale vantaggio per l'intera collettività – e di quella garantista – che invece mirano a tutelare la persona da qualunque interferenza della propria sfera intima, anche a prescindere, o addirittura contro, la sua stessa volontà –. In particolare, i fautori di tale ultima tesi – alla quale ci si sente di aderire – ritengono che, se si considera il dato personale quale parte della persona e l'identità digitale come una sua componente, non può che considerarsi il consenso come autorizzazione dell'avente diritto.

In ogni caso, quale che sia la qualificazione giuridica da attribuirsi al consenso, è realmente possibile considerarlo sufficiente onde ritenere tutelata la sfera individuale di un soggetto?

Mediante il consenso, la tutela della personalità si presenta come una tutela successiva alla violazione, affidata alla sola iniziativa individuale, realizzata mediante ricorso giurisdizionale³¹⁶. Ma una siffatta tutela non è in grado di mettere al riparo il singolo da invasioni della sua sfera individuale, dovendosi spostare l'attenzione da mezzi di reazione individuale a strumenti di controllo sociale. Si pensi, a titolo esemplificativo, alla disposizione di cui all'art. 1341 c. c. concernente le clausole vessatorie, le quali non hanno effetto se non risultano approvate per iscritto dall'interessato. La decisione spetta a quest'ultimo, il quale non ha altro strumento a propria disposizione che il consenso. Ma tale

³¹⁶ Questo, tuttavia, si rileva immediatamente come uno schema inadeguato a realizzare le finalità a cui tende, tutte le volte che esiste un dislivello di potere tra il danneggiato e l'autore della violazione: basta pensare ai casi in cui i diritti della personalità vengono lesi da organizzazione che si avvalgono di elaboratori elettronici o da corpi privilegiati della pubblica amministrazione (polizia, ecc.), per rendersi conto della inadeguatezza degli strumenti di reazione individuale: Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, ristampa a cura di G. Alpa, Jovene, Napoli, 2018, p. 45 ss.

struttura appare inadeguata già solo se si effettua un confronto con la situazione reale in cui ciascun individuo si può trovare ogni giorno, vincolato all'accettazione di beni e servizi cui si può accedere solo passando attraverso l'approvazione integrale delle condizioni predisposte dal produttore o dal fornitore. Sia sufficiente far riferimento, tra i tanti, all'erogazione di energia elettrica o all'assicurazione obbligatoria, rispetto alle quali neppure è immaginabile l'esistenza di una reale scelta, e il consenso altro non è che una finzione. Una tutela fondata su di esso, dunque, non può che ritenersi vana.

Ne deriva che lo schema consensualistico si manifesta come assolutamente inadeguato in settori, quale quello finanziario, in cui ha per lungo tempo dominato in modo indiscusso.

Siamo dinanzi a un problema non più limitato esclusivamente alla riservatezza dei dati, ma alla loro sicurezza³¹⁷, da tutelarsi soprattutto allorquando si tratti di informazioni con un particolare valore commerciale, nonché nel caso in cui la raccolta dei dati venga posta in essere da soggetti autorizzati alla raccolta di precipe categorie di informazioni riservate, con divieto di qualunque forma di diffusione.

A tal riguardo, a differenza della disciplina dettata dal Codice della *privacy*, nel GDPR è previsto che un'idonea base al trattamento dei dati possa giungere altresì dal legittimo interesse del titolare o di terzi, qualora lo stesso prevalga rispetto a diritti e libertà dell'interessato, sulla base di una scelta operata esclusivamente dal titolare del trattamento. Difatti, con il Regolamento europeo non vi è più la necessità dell'emanazione di un provvedimento *ad hoc* da parte del Garante per la *privacy*. Tale requisito era invece richiesto dal D.Lgs.

³¹⁷ L'orizzonte della tutela dei dati personali si estende oltre il confine della mera riservatezza. «La distinzione non è solo di facciata. Nel diritto al rispetto della vita privata e familiare si manifesta soprattutto il momento individualistico, il potere si esaurisce nell'escludere interferenze altrui: la tutela è statica, negativa. La protezione dei dati, invece, fissa regole ineludibili sulle modalità del loro trattamento, si concretizza in poteri di intervento: la tutela è dinamica, segue i dati nella loro circolazione»: Rodotà Stefano, *Il mondo nella rete. Quali diritti quali vincoli*, Roma-Bari, 2014, p. 31 ss.

196/2003, in forza del quale era prevista la possibilità di trattare i dati di un soggetto in assenza del suo consenso solo «nei casi individuati dal Garante sulla base dei principi sanciti dalla legge, per perseguire un legittimo interesse del titolare o di un terzo destinatario dei dati, qualora non prevalgano i diritti e le libertà fondamentali, la dignità o un legittimo interesse dell'interessato» (art. 24, co. 1, lett. g).

Ancora, cambiamenti rispetto al Codice della *privacy* si ravvisano anche con riguardo all'informativa, al relativo contenuto e alla relativa forma. Rispetto al primo, il Regolamento UE 2016/679 contiene un'elencazione tassativa, con notevole estensione del raggio di azione della stessa, il quale si ravvisa, a titolo esemplificativo, nella dettagliata indicazione del periodo all'interno del quale i dati vengono conservati. Relativamente invece alla forma, il legislatore comunitario prescrive un notevole cambiamento rispetto al passato, allorquando impone che la stessa debba essere fornita in forma scritta e, ove possibile, in forma elettronica, in modo trasparente, conciso, intellegibile e accessibile.

Circa le figure coinvolte nel trattamento dei dati personali, occorre precisare che il portato delle norme del Regolamento europeo coinvolgerà non solo le banche quali titolari uniche del trattamento, ma anche quelle rivestenti il ruolo di contitolari insieme alle società di gestione dei sistemi informativi, mediante le quali possono essere elaborati i dati dei clienti. Con riferimento a tale seconda ipotesi, nello specifico, si è ravvisata la necessità di indicare, mediante un atto giuridicamente valido, l'ambito di responsabilità e i singoli compiti di ciascuno dei contitolari, al fine di tutelare i diritti degli interessati. È fatta salva, in ogni caso, la responsabilità solidale degli stessi rispetto ai soggetti interessati.

Per quanto concerne la prima ipotesi, il GDPR impone alla banca, quale titolare unica del trattamento, di nominare, tramite un apposito contratto di trattamento dei dati, il relativo responsabile, con indicazione di specifici dati,

quali la durata, la natura e la finalità del trattamento. Con riferimento all'incaricato del trattamento, invece, continueranno ad applicarsi le norme in materia di tracciabilità delle operazioni contenute all'interno delle Prescrizioni del Garante, avendosi riguardo a una figura tipicamente italiana e non esplicitamente prevista dal Regolamento UE 2016/679.

In conclusione, ancora oggi la capacità dei titolari del trattamento di assicurare la riservatezza e la sicurezza dei dati di carattere finanziario e bancario, inclusi i dati personali dell'interessato, rappresenta un critico fattore di successo.

5. *Data breach* e sicurezza informatica

Il Regolamento europeo prevede numerosi adempimenti volti a garantire la protezione dei dati nel settore *finance & banking*. Essi sono stati dettagliatamente indicati dal legislatore comunitario al fine di contrastare qualsivoglia violazione della sicurezza, sia di carattere illecito che puramente accidentale, comportante la perdita, distruzione, danneggiamento, illegittima divulgazione o indebito accesso ai dati personali. Si ha riguardo al c.d. fenomeno del *data breach*³¹⁸, termine con cui si fa riferimento a uno dei maggiori problemi a cui devono far fronte, ancora oggi, imprese o gruppi di imprese. Di esso tratta specificamente il legislatore comunitario nel 2016, ma già all'interno del Codice della *privacy* del 2003 possiamo riscontrare richiami ai possibili danni derivanti dal mancato rispetto della sicurezza e ai relativi adempimenti. Tuttavia, mentre la disciplina dettata all'interno del Codice in materia di protezione dei dati personali concerne esclusivamente i fornitori dei servizi di comunicazione elettronica, il Regolamento UE 2016/679 ne estende notevolmente l'ambito di applicazione, dettando una disciplina comune concernente tutti i titolari del trattamento, con specificazione delle modalità di notifica del *data breach* nei confronti

³¹⁸ In italiano, violazione dei dati personali.

dell'autorità di controllo e di comunicazione al soggetto in prima persona interessato dalla violazione. Con riferimento a quest'ultima occorre però precisare che non è sempre dovuta, ben potendo l'istituto di credito, al verificarsi di specifiche condizioni, essere esonerato dalla comunicazione. Così, ad esempio, non sarà necessario procedere alla stessa qualora la banca abbia adottato misure, quale la cifratura, idonee a rendere assolutamente incomprensibili i dati personali, e in quanto tali non necessitanti di ulteriore protezione.

Relativamente, invece, alle notifiche da eseguire, anzitutto occorre precisare che anche con riferimento alle stesse non si ha riguardo a un adempimento sempre obbligatorio. Tuttavia, a differenza della comunicazione al soggetto interessato, la necessità o meno delle notifiche prescinde dalle misure poste in essere dall'istituto di credito e attiene ad un diverso fattore consistente nel grado di rischio dell'operazione eseguita. Siffatto adempimento appare dunque necessario solo nel momento in cui la violazione perpetrata rappresenti un elemento di grave pericolo per l'incolumità dei diritti e delle libertà fondamentali della persona e, in tale ipotesi, risultano almeno quattro le notifiche che devono essere inviate dall'istituto di credito: la notifica al Garante per la protezione dei dati personali, all'Organismo di vigilanza, al Gruppo di intervento per la sicurezza informatica (CSIRT) e alla Banca d'Italia o alla Banca Centrale Europea.

Per avere un quadro d'insieme delle norme concernenti la protezione dei dati nel settore bancario e finanziario, una precisazione appare necessaria: limitarsi a considerare la disciplina in materia di *data breach* esclusivamente alla luce delle norme in materia di *privacy* è assolutamente riduttivo. Infatti, numerose sono le discipline di settore che concernono tale fenomeno e ciascuna di esse merita menzione, già solo per il carattere peculiare e sensibile delle informazioni in gioco. Relativamente al *data breach*, gli istituti di credito sono

tenuti ad intervenire su più fronti, per garantire il pieno rispetto di tutte le norme cui sono assoggettati, dalla sicurezza informatica alla corretta gestione dei sistemi informativi e dei *network*, ma anche ai servizi di carattere fiduciario prestati dalla banca. Così, qualora la violazione della sicurezza produca un impatto di particolare rilevanza su questi ultimi e sui dati ivi custoditi, il c.d. Regolamento eIDAS (Regolamento UE n. 910/2014) dispone a carico degli istituti di credito prestatori dei servizi fiduciari un obbligo di notifica della violazione «all'organismo di vigilanza e, ove applicabile, ad altri organismi interessati, quali l'ente nazionale competente per la sicurezza delle informazioni o l'autorità di protezione dei dati». Esso dovrà essere ottemperato entro il termine di 24 ore dal momento della conoscenza del verificarsi della stessa. A tale obbligo, inoltre, se ne affianca anche uno di comunicazione nel caso in cui la violazione sia idonea ad arrecare grave pregiudizio nei confronti del soggetto (persona fisica o giuridica) cui è stato prestato il servizio fiduciario.

Con riferimento al settore della sicurezza informatica, merita menzione la Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013 («Disposizioni di vigilanza per le banche»), nell'ultima versione aggiornata al 2 novembre 2016, la quale impone la tempestiva comunicazione della violazione delle norme in materia di sicurezza informatica direttamente nei confronti della Banca d'Italia o della Banca Centrale Europea. Essa deve essere posta in essere dall'istituto di credito mediante l'invio «di un rapporto sintetico recante una descrizione dell'incidente e dei disservizi provocati agli utenti interni e alla clientela» e di informazioni di carattere tecnico aventi riguardo alle attività perpetrate dalla banca immediatamente dopo l'incidente (*response* e *recovery*). A ciò deve essere altresì unito un attento e dettagliato resoconto dei danni non solo di carattere economico, ma anche concernenti l'immagine, subiti dal soggetto interessato dalla violazione. Merita inoltre di essere menzionata la disciplina dettata in materia di tutela di sistemi informativi e di *network* dalla direttiva UE del 6

luglio 2016 n. 1148, con cui il Parlamento europeo e il Consiglio hanno imposto misure al fine di garantire un livello elevato comune di sicurezza delle reti e dei sistemi informativi nell'Unione. Anche in questo caso è prescritto un obbligo di notifica degli incidenti, che possono consistere non solo in un malfunzionamento ma anche in un attacco informatico posto in essere nei confronti di coloro che la direttiva qualifica come operatori dei servizi essenziali, ossia le banche. Qualora le violazioni implicino conseguenze notevoli sulla continuità dei servizi prestati, l'istituto di credito è tenuto infatti alla notifica immediata dell'accadimento all'autorità competente o al CSIRT, fornendo alla stessa qualunque informazione necessaria per stabilire la possibile incidenza pregiudizievole sui dati personali, nonché l'eventuale impatto transfrontaliero dell'evento lesivo.

In conclusione, è innegabile che la digitalizzazione dell'intermediazione bancaria e finanziaria è stata accompagnata dal sorgere di rischi caratteristici e in parte nuovi, che riguardano soprattutto la continuità operativa, l'integrità degli archivi, la protezione dei dati della clientela. Cosa è cambiato rispetto al passato? Con la rivoluzione industriale e l'utilizzo della macchina a vapore è cambiata l'organizzazione del lavoro, il telaio si è spostato dalla casa alla fabbrica, è aumentata la quantità prodotta, la qualità, sono diminuiti i prezzi. Con la rivoluzione digitale è mutata la fonte della creazione di valore, la capacità di gestire e sfruttare i dati diviene il fattore su cui si reingegnerizzano le industrie e le imprese e migliorano i servizi offerti dalle istituzioni finanziarie³¹⁹.

³¹⁹ L'analisi dei dati consente alle istituzioni finanziarie di offrire un servizio proattivo e personalizzato ai clienti. Questo sta diventando fondamentale per il modo in cui le istituzioni finanziarie si differenziano e soddisfano la crescente necessità dei clienti di aver riconosciute le proprie esigenze individuali; ciò si realizza attraverso messaggi personalizzati, siti web bancari personalizzabili che ricordano le abitudini degli utenti e offerte che parlano alla specifica fase di vita del cliente: Sabatini Giovanni, *Verso una nuova infrastruttura digitale*, in *Bancaria*, anno 75, febbraio 2019, n. 2, p. 11

Il quadro fornito ha cercato di rivelare l'immensa portata di un tema, quello trattato e disciplinato dal Regolamento comunitario, di sempre maggiore attualità. Partendo dalle varie comunicazioni dirette al Garante per la protezione dei dati personali, all'Organismo di vigilanza, nonché alla Banca d'Italia e alla BCE, passando per le necessarie notifiche da effettuarsi nei confronti dei soggetti interessati, si può scorgere l'importanza degli adempimenti imposti dal legislatore comunitario nei confronti degli istituti di credito. Essi infatti non sono semplicemente doverosi, ma assolutamente necessari, soprattutto se si considera che le possibili violazioni delle norme in materia di sicurezza possono arrecare conseguenze dannose di particolare rilievo nei confronti delle persone fisiche e dei loro dati personali. A livello internazionale le Autorità regolamentari si stanno ponendo con forza il problema, ma ostano la relativa novità del rischio e la scarsa esperienza di collaborazione. Qualche progresso si intravede, ma intanto occorre essere formati a casa nostra.

La normativa europea potrà sicuramente rappresentare un motore del cambiamento. Un esempio è la direttiva europea in materia di servizi di pagamento (Psd2), che impone alle banche di fornire, a determinate condizioni ed entro certi limiti, l'accesso ai conti di pagamento ai nuovi operatori (*third party providers*, o Tpp), rompendo così il monopolio bancario sui dati di pagamento dei clienti. Gli effetti della Psd2 sono destinati a travalicare il settore dei pagamenti, con un impatto sui tradizionali modelli di business ancora di difficile valutazione.³²⁰

³²⁰ L'ingresso dei Tpp sul mercato accrescerà la pressione concorrenziale; ci si attende che si traduca in un abbassamento dei costi dei servizi finanziari, a cominciare da quelli di pagamento. Vi dovranno essere benefici per la clientela; vi sarà, credo inevitabilmente, una riduzione dei margini per gli intermediari. Ma le banche, se sapranno sfruttare l'occasione, potranno anche attrarre consumatori su prodotti e servizi nuovi. Esse hanno infatti vantaggi che non vanno sottovalutati: restano al centro del sistema di pagamento; soprattutto possiedono una grande patrimonio informativo sulle imprese e sulla clientela al dettaglio; sta a loro valorizzarlo, sviluppando sinergie tra le attività di deposito, di investimento, di credito e di

Sicuramente sarà necessario un imponente sforzo da parte delle banche italiane (oltre che europee) per addivenire a un auspicato e doveroso allineamento fra normativa nazionale e disposizioni del Regolamento 2016/679, ma ciò che è certo è che esso comporterà un significativo salto di qualità non solo con riferimento al sistema della responsabilità ma, soprattutto, con riguardo all'approccio complessivo nei confronti delle questioni concernenti la *privacy*. In tale ottica, il 10 agosto scorso è stato adottato il decreto legislativo n. 101 contenente disposizioni per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento europeo.

Seguire l'evoluzione di un siffatto processo sarà dunque di notevole interesse.

offerta di servizi. Qualche banca potrà decidere di svolgere essa stessa il ruolo di Tpp; tutte dovranno investire massicciamente in tecnologia innovativa e in formazione per i propri dipendenti per aumentare la qualità dei servizi (tradizionali o meno) e abbattere i costi, pena il rischio di trovarsi in difficoltà e mantenere le proprie quote di mercato: Signorini Luigi Federico, *Regolamentazione, tecnologia e redditività*, in *Bancaria*, anno 75, maggio 2019, n. 5, p. 12

CAPITOLO QUARTO

L'AVVENTO DELLA ROBOTICA

1. L'affermazione dei robot e l'innovazione finanziaria abilitata dalla tecnologia

La razionalità calcolatrice oggi giorno domina la nostra vita.

Il calcolo è intimamente collegato all'aspettativa, attesa razionale che muove da qualcosa che è già accaduto, qualcosa che già esiste. Il fondamentale riferimento della stessa è il linguaggio, avendo l'aspettativa un carattere linguistico. Nel mondo del diritto il patrimonio linguistico si forma attraverso il precedente.

La decisione robotica è una decisione altamente umana che appartiene alla storia che l'uomo costruisce nel tempo³²¹. Il tema della decisione robotica è un tema ricco di fascino ma che inquieta. Ciò in quanto la macchina somiglia sempre di più all'uomo che l'ha creato, che rispetto alla stessa è mosso da sentimenti contrastanti. Da un lato vi è l'ansia dell'uomo di perdere la propria primazia ontologica, al quale è stato sempre abituato, la quale si veste di argomenti razionali (a titolo esemplificativo: la macchina conduce all'oblio dell'essere). Si assiste pertanto a un vero e proprio rifiuto, espressione di un atteggiamento ostile nei confronti della scienza e delle sue applicazioni pratiche. Dall'altro lato c'è invece chi intravede nel robot una via di uscita dalla

³²¹ Viviamo in un tempo nel quale la tecnologia digitale concorre alla definizione di criteri valoriali e orienta sempre più le decisioni private e pubbliche. E la capacità di autoapprendimento dell'intelligenza artificiale tende a marginalizzare, in molte circostanze, il contributo dell'uomo nel processo decisionale. La rete del resto, come ogni sistema relazionale, rischia di determinare in forme nuove quelle asimmetrie – anzitutto di potere – da cui aveva promesso di liberarci e il digitale, per sua stessa natura privo di confini, diviene esso stesso confine, sempre più poroso, del nostro essere persone, segnando il limite che separa la libertà dal determinismo: Soro Antonello, *La protezione dei dati personali nell'era digitale*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n. 2/2019, p. 343 ss.

complessità caratteristica della società odierna, in grado di trattenerne l'incertezza. Ecco che illustrate le due opposte reazioni al nuovo (il rifiuto e l'entusiasmo) appare forse più credibile una teoria ispirata alla contaminazione tra uomo e robot. Bisognerebbe iniziare a lavorare immaginando una feconda interazione tra uomo e macchina grazie alla quale le prestazioni cognitive umane vengano potenziate e al contempo sorvegliate dalla capacità della macchina di prospettare soluzioni e di monitorare il processo motivazionale e decisionale. Certo, l'ultima parola, dovrebbe essere comunque quella dell'uomo che controlla l'intero processo e se ne assume la responsabilità.

La decisione robotica è dunque la scelta determinata da una macchina sulla base di dati tratti dalla osservazione della realtà. Essa avviene attraverso lo svolgimento di procedure che non sono percorribili dalla mente umana. Il robot, infatti, riesce a raccogliere, attraverso sensori sempre più concentrati e numerosi, una quantità di dati ben superiore alle *chance* offerte dai sensi dell'uomo. Inoltre, esso è in grado di organizzare o processare dati rapporti combinati.

La formula "decisione robotica negoziale" a prima vista appare come un ossimoro, perché il negozio esprime dominio dell'autonomia, mentre il qualificativo robotico allude, secondo il senso comune e secondo l'etimologia stessa della parola robot, alla meccanicità, all'automatismo e all'assenza di scelta. Ma questa è un'antinomia reale o c'è una convergenza possibile tra i due termini?

Nell'ambito del diritto dei contratti e con riguardo ai rapporti giuridici patrimoniali, la macchina, mediante l'algoritmo, perviene alla definizione della scelta che consente di massimizzare il guadagno o minimizzare la perdita.

L'introduzione della macchina garantisce certamente linearità al processo decisionale, in quanto quest'ultimo viene basato su un algoritmo che garantisce determinatezza. Tuttavia la macchina può assicurare oggettività solo al

processo decisionale, mentre l'esito della decisione resta in linea di principio soggettivo e sottoposto a una moltitudine di fattori diversi.

Con riguardo all'effetto delle macchine sulla certezza e prevedibilità delle scelte, nell'ambito contrattuale la decisione robotica sembra poter giocare un ruolo in due fasi diverse: prima della conclusione del contratto, o in concomitanza della stessa, e dopo la fase della conclusione, nel momento esecutivo. L'intervento del robot nella fase precontrattuale e genetica dell'accordo, muove da questioni di un certo interesse, anzitutto legate ai rapporti tra professionista e consumatore, perché richiede di verificare l'impatto di questa eventualità sull'istanza di tutela della parte debole che l'ordinamento considera preponderante. Lo scenario più frequente implica che il consumatore entri in contatto, mediante una piattaforma telematica, con una controparte professionale selezionata secondo modalità guidate da una decisione robotica. Quando egli entra in contatto con un agente *software* capace di incidere sull'andamento delle trattative e la conclusione del contratto, la potenziale sproporzione di posizioni contrattuali e le connesse istanze di tutela, sembrano acuirsi. L'agente *software* può anche porsi in funzione di guidare le scelte del consumatore o comunque di agevolare la conclusione del contratto riducendo gli svantaggi informativi. È ciò che accade, ad esempio, nel caso di utilizzo dei c.d. *snipers*, *software* che assistono l'utente nella collocazione dell'offerta nelle aste della piattaforma *ebay*. Si ipotizza che questi sistemi possano addirittura moltiplicare il potere contrattuale del consumatore, consentendogli di negoziare in maniera specifica e puntuale le condizioni dello scambio: si ha riguardo a una sorta di trattativa condotta tra agente *software* e parti contrattuali. Laddove queste innovazioni tecnologiche prendessero largamente piede, le ragioni che fondano la disciplina speciale a tutela del consumatore crollerebbero, quanto meno nell'ambito della negoziazione tramite piattaforme informatiche con l'utilizzo di agenti *software* da ambo i lati. La disciplina del contratto in generale

riacquisirebbe in tal modo esclusiva centralità, proprio in quanto fondata sul presupposto della parità dei contraenti, tendenzialmente indifferente alle qualificazioni soggettive. L'intervento della robotica certo richiederebbe un attento vaglio in sede di applicazione delle norme di parte generale, che risultano ancora modellate sulla base di teorie volontaristiche volte a modellare la libera formazione del consenso.

Sarebbe opportuno allora domandarsi se, e in qual modo, in caso di conclusione del contratto perfezionato tramite un agente *software*, la volontà dell'utente entri in gioco nella formazione del contratto. A tal proposito, una posizione estrema porterebbe ad affermare che in fondo, poiché la decisione robotica si svolge secondo procedimenti deterministici, la volontà dell'utente si è già completamente espressa al momento della scelta di utilizzare la macchina e all'atto della configurazione dei parametri che determinano il suo funzionamento. Ma a tale posizione potrebbe contrapporsi la circostanza per cui, nonostante l'esito dipenda da un processo deterministico in cui nulla è lasciato al caso, da un punto di vista dell'osservatore umano, la decisione robotica conserverebbe comunque embrioni di discrezionalità nel senso che l'esito non verrebbe interamente predeterminato da una scelta posta a monte. È dunque evidente che il ruolo della volontà non viene del tutto meno, ma semplicemente arretra a una fase precedente, a un primo stadio delle trattative. Dunque, l'intervento della macchina nel processo di esecuzione contrattuale merita di essere considerato anche dal legislatore dei contratti. Un'applicazione compatibile della disciplina di parte generale potrebbe essere però non sufficiente per cogliere le peculiarità di efficienza del mercato. L'intervento privilegiato al riguardo dovrebbe essere posto in essere a opera delle Autorità indipendenti, il cui ruolo potrebbe essere di tipo autorizzativo³²². Tuttavia, se

³²² In realtà, nel caso italiano, la tentazione dell'indebolimento proprio delle Autorità indipendenti da anni si muove sottotraccia. È uscita allo scoperto in modo evidente negli ultimi tempi con la doppia motivazione della crisi e del «ritorno della politica». Si tratta, in entrambi i

anche questo non fosse sufficiente, potrebbero essere invocate le tecniche dell'autonomia privata, in grado di far fronte alle caratteristiche di generalità e astrattezza immanenti alle tecniche di normazione di stampo autoritativo.

Inoltre, il ricorso a servizi *on line* e, con questi, a modalità di inoltro degli ordini mediante strumenti tecnologici ha dato luogo a un'interessante problematica concernente la conclusione del contratto, nonché la definizione dei profili di responsabilità degli intermediari che trasmettono ovvero ospitano sulle reti web le informazioni relative al servizio fornito.

Il termine Fintech si riferisce proprio all'innovazione finanziaria abilitata dalla tecnologia che potrebbe generare nuovi modelli di business, applicazioni, processi o prodotti, con un conseguente effetto rilevante sui mercati e sulle istituzioni finanziarie e sulla fornitura dei servizi finanziari³²³. Il variegato fenomeno della c.d. Finanza Tecnologica (Fintech) può dirsi caratterizzato dall'impiego di algoritmi complessi, che si avvalgono di tecniche di *machine learning* e intelligenza artificiale in sostituzione del giudizio umano. La definizione di Fintech non è però ancora univoca: da una parte vi è chi fa riferimento a un ecosistema di applicazioni tecnologiche in ambito

casi, di argomentazioni errate che possono portare a scelte dannose per il paese. Le Autorità indipendenti non nascono per fare supplenza alla politica. Esse hanno bisogno, per svolgere al meglio le loro funzioni, che il sistema istituzionale viva con una politica forte e in salute. E allo stesso modo l'uscita dalla crisi ha bisogno di mercati che funzionino, quindi ha bisogno di regole, poche, ma giuste e rispettate. E ha bisogno di Autorità forti ed efficienti nell'applicarle. L'idea che dalla crisi si esca con meno mercato, un ritorno a monopoli pubblici e con un indebolimento delle Autorità indipendenti rappresenta uno dei grandi rischi che il sistema si trova a dover affrontare: Letta Enrico, *Dopo la crisi, più stato, non meno mercato*, in *Le Autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati* di Napolitano Giulio – Zoppini Andrea, Il Mulino, 2009, p. 10.

³²³ La Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo (UNCTAD) ha definito l'E-Finance in tal modo: «that of financial services delivered through Internet or. online. E-finance includes online brokerage, banking, insurance and other financial services. Internet technologies have now penetrated all aspects of financial services industry, both retail». Vedi al riguardo: Shahrokhi Manuchehr, *E-finance: status, innovations, resources and future challenges*, in *Managerial Finance*, vol. 34, 2008, p. 365 ss.

finanziario³²⁴, dall'altra invece vi sono quanti la definiscono 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*»³²⁵. Il Parlamento europeo la qualifica come «attività finanziaria resa possibile e offerta attraverso le nuove tecnologie, che interessa l'intero settore finanziario in tutte le sue componenti, dal settore bancario a quello assicurativo, i fondi pensione, la consulenza in materia di investimenti, i servizi di pagamento e le infrastrutture di mercato»³²⁶.

In origine, con il termine Fintech si faceva riferimento a tutte le applicazioni informatiche che supportavano l'attività di istituti di credito e imprese di investimento. Con il tempo, tale definizione si è allargata, ricomprendendo una grande varietà di servizi e tecnologie per le imprese e i privati, includendo un insieme disomogeneo di innovazioni relative a prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi: pagamenti elettronici (*cashless*), piattaforme *on-line* per il prestito tra privati (*peer-to-peer lending*) o per l'investimento in progetti innovativi (*crowdfunding*), negoziazione automatizzata (*algo-trading*), consulenza automatizzata (*robo-advice*) e nuovi sistemi di gestione dei rischi assicurativi (*InsurTech*).

Differentemente dal mercato bancario e finanziario, soggetto a continue attività di regolamentazione, quello Fintech è più eterogeneo, potendosi concentrare su specifici e differenti segmenti della filiera produttiva.

Il fenomeno del Fintech, nel recente passato, è stato oggetto di numerose iniziative di approfondimento condotte dalle istituzioni³²⁷, con la

³²⁴ Arner Douglas W., Barberis János – Buckley Ross P., *The evolution of fintech: a new post-crisis paradigm*, 2016.

³²⁵ Definizione data dal Financial Stability Board (FSB).

³²⁶ Risoluzione del Parlamento europeo del 17 maggio 2017 sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario.

³²⁷ In particolare, si ricordino l'indagine conoscitiva della Camera dei Deputati – che, tra il 12 e il 13 dicembre 2017, ha ascoltato più di trenta esperti, imprenditori, professori universitari e rappresentanti delle istituzioni – e l'indagine conoscitiva della Banca d'Italia “sull'adozione

consapevolezza che la rivoluzione digitale rappresenta un elemento di forte discontinuità per i mercati di beni, servizi e transazioni, per i rapporti tra imprese e tra queste e i consumatori finali, nonché per i comportamenti degli stessi consumatori. Le realtà Fintech indirizzano le loro strategie verso settori dove la tecnologia, individuando ed elaborando rapidamente informazioni idonee a soddisfare bisogni personali, risulta idonea a creare valore.

In un contesto concorrenziale sempre più accentuato risulta cruciale che intermediari tradizionali affrontino con decisione il cambiamento indotto dalla tecnologia digitale³²⁸ e che si rafforzino le regole poste a presidio della correttezza e della trasparenza nella relazione tra intermediari e clienti. È indispensabile altresì sviluppare programmi di educazione finanziaria³²⁹ che

delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari". Anche la Consob ha portato avanti un progetto di studio sul tema, a cui hanno aderito ricercatori e professori di 15 atenei italiani. Il 27 luglio 2017 il MEF ha aperto un tavolo di confronto per lo sviluppo del Fintech. In data 1 febbraio 2018 si è svolto a Milano il secondo incontro informale del tavolo.

Il 17 maggio 2017 il Parlamento europeo ha approvato una risoluzione sul Fintech attraverso la quale ha affermato di accogliere «favorevolmente i nuovi sviluppi nel settore della tecnologia finanziaria». Ha così invitato la Commissione europea a predisporre, nel quadro delle sue strategie per l'Unione dei mercati dei capitali e per il Mercato unico digitale, un piano d'azione globale in materia di Fintech, idoneo a contribuire alla creazione di un sistema finanziario europeo efficiente e competitivo. L'8 marzo 2018 la Commissione europea ha presentato un piano d'azione sul Fintech con cui punta alla individuazione delle migliori condizioni per la trasformazione dell'Europa in «un polo mondiale per le tecnologie finanziarie», a vantaggio non solo degli investitori, ma anche delle imprese.

³²⁸ Il ricorso alle tecnologie, anche le più avanzate, non è in grado da solo di garantire la riconversione digitale dei *business model* delle aziende tradizionali; è necessaria anche la disponibilità di «talenti digitali», in grado di sfruttare la leva tecnologia per valorizzare paradigmi commerciali basati sulla *digital experience* che la clientela vive ogni giorno sul web o attraverso dispositivi mobili (smartphone, tablet). Consapevoli di ciò, gli intermediari bancari stanno reagendo in due direzioni: da un lato, cresce l'investimento in piani di formazione; dall'altro, aumenta lo sforzo di reperire nuovi talenti, obiettivo che può risultare critico sia per l'accresciuta competizione tra aziende su questo segmento del mercato del lavoro sia per i limiti connessi on strutture retributive/di carriera che, rispetto ad altri comparti, possono presentare una maggiore rigidità: Barbagallo Carmelo, *Fintech: ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, in *Bancaria*, Anno 75, Gennaio 2019, p. 10 ss.

³²⁹ La Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (OCSE), nel 2005 ha definito l'educazione finanziaria come «il processo mediante il quale gli investitori migliorano la loro comprensione dei prodotti, concetti e rischi finanziari, e, mediante l'informazione, l'istruzione e/o la consulenza, sviluppano le capacità e la fiducia per diventare più consapevoli dei rischi e delle opportunità finanziarie, al fine di compiere scelte informate, sapere dove andare a farsi aiutare ed effettuare azioni per migliorare la loro situazione finanziaria».

diano agli utilizzatori effettiva consapevolezza circa le opportunità e i rischi legati a servizi caratterizzati da rapidità di esecuzione e alto contenuto tecnologico, in un contesto nel quale non sempre la regolamentazione riesce a stare al passo con i costanti e continui cambiamenti prodotti dal Fintech.

In tale contesto, è di primaria importanza garantire l'assoluta certezza delle regole, con l'aggiunta che, a parità di attività, corrisponda un medesimo trattamento normativo.

Sicuramente, il rinnovamento dei servizi finanziari reso possibile dal Fintech comporta un'ardua sfida per il legislatore, chiamato ad addivenire a un auspicato equilibrio tra libertà di innovazione tecnologica e necessità di regolamentazione e vigilanza del settore. A tal fine, appare indispensabile scongiurare il pericolo di una disparità di trattamento tra operatori tradizionali – assoggettati a regole ben precise – e soggetti Fintech. La ricerca di un siffatto equilibrio costituisce un primario obiettivo per il legislatore europeo³³⁰, occupato nella ricerca di regole di vigilanza capaci di mediare le dinamiche intercorrenti tra la stabilità finanziaria e i numerosi incentivi volti a una innovativa tutela di investitori e consumatori. Il risultato che in tal modo ci si auspica di raggiungere consiste nella predisposizione di un sistema normativo inclusivo del fenomeno digitale, quanto più possibile proiettato verso il futuro³³¹, all'interno di uno spazio comune in cui sia garantito il libero sviluppo

³³⁰ Intanto, lo scenario normativo esistente già permette una prima delimitazione dell'ambito operativo proprio della Fintech. Si considerino, tra le tante, le direttive Psd2, MiFID 2, Idd (2016/97), nonché il regolamento MiFir (600/14) e il GDPR. Proprio con riferimento a quest'ultimo ha espresso il proprio parere la Banca d'Italia, manifestando dubbi circa l'eccessività dei vincoli cui sono sottoposti gli operatori Fintech dall'attuale quadro regolamentare in materia di riservatezza. Non diversamente, anche la direttiva europea sui servizi di pagamento non appare idonea a fronteggiare i rischi sulla sicurezza dei dati.

³³¹ Nel tentativo di elaborare un approccio comune, le Autorità europee hanno cercato negli ultimi anni di eliminare gli ostacoli derivanti dalle divergenze normative tra gli Stati membri e dalla mancanza di collaborazione tra i mercati. Il percorso volto a realizzare un ecosistema Fintech in Europa si è sviluppato in tre fasi principali, costituite da un primo momento di esplorazione della dimensione e delle caratteristiche del fenomeno; da una fase intermedia, di inquadramento delle diverse fattispecie al fine di individuare aree di intervento; e, infine,

e la rapida diffusione delle innovazioni tecnologiche finanziarie. Per far ciò, è indispensabile considerare che un'eccessiva restrittività del contesto normativo e una ingiustificata rigidità dell'attività di vigilanza, rappresentano fattori causali della fuga all'estero dell'industria nascente e della conseguente privazione di importanti competenze digitali³³².

La fattispecie negoziale che viene definita in sede di E-Finance³³³ configura un tipo di offerta delocalizzata. Essa, dunque, potrebbe avere come destinatari i cittadini di qualsiasi Paese, non risultando così necessariamente riconducibile a una determinata sede territoriale. Ne deriva una rilevante incertezza interpretativa della volontà negoziale, dovuta soprattutto alle difficoltà di definizione delle conseguenze della dichiarazione resa. In particolare, un raffronto tra le indicazioni riportate all'interno delle direttive europee in materia di servizi *on line*³³⁴ e la realtà propria dell'ordinamento giuridico italiano, hanno comportato il sorgere di dubbi e incertezze circa l'esatta individuazione del momento della perfezione del contratto. Al riguardo, ci si è

dall'adozione di misure e linee guida volte a conciliare l'esigenza di non penalizzare il settore e di gestirne i rischi. A esito di tale percorso, le Autorità europee (nello specifico, il Parlamento europeo) hanno sottolineato che l'esigenza di garantire condizioni di parità nel settore *de quo* comporta la necessità che siano applicate le stesse norme, a parità di medesimi servizi e rischi, indipendentemente dal tipo di soggetto giuridico interessato o dalla sua sede nell'Unione europea; il principio di neutralità tecnologica; e, infine, un approccio *risk-based*, sulla base del principio di proporzionalità delle «azioni legislative e di vigilanza rispetto ai rischi e della rilevanza dei rischi»: Rocca Enzo – Rossi Eleonora, *La regolamentazione attuale e prospettica del settore Fintech*, in *Bancaria*, Anno 75, Aprile 2019, p. 42 ss.

³³² In tale ottica si è mossa anche l'Autorità Bancaria Europea (Eba), la quale ha avviato il c.d. *Roadmap Fintech*, volto a delineare le priorità del fenomeno Fintech per il 2018/19, trattando anche temi strettamente connessi con la protezione dei consumatori. Esse vanno dal monitoraggio dei trend emergenti e degli strumenti normativi applicabili, sino alla individuazione delle più efficienti pratiche di vigilanza.

³³³ La Conferenza delle Nazioni Unite sul commercio e lo sviluppo (UNCTAD) ha definito l'E-Finance in tal modo: «that of financial services delivered through Internet or. online. E-finance includes online brokerage, banking, insurance and other financial services. Internet technologies have now penetrated all aspects of financial services industry, both retail». Vedi al riguardo: Shahrokhi Manuchehr, *E-finance: status, innovations, resources and future challenges*, in *Managerial Finance*, vol. 34, 2008, p. 365 ss.

³³⁴ In particolare, la direttiva n. 2000/31/CE, relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno ("Direttiva sul commercio elettronico").

interrogati sulla configurabilità stessa di un accordo negoziale³³⁵, sino a giungere a parlare di “disumanizzazione del contratto”³³⁶.

Già da tali doverose premesse, emerge dunque che l’innovazione digitale e tecnologica pone alle scienze giuridiche nuovi temi di analisi.

Tra questi, ai fini della presente trattazione, merita sicuramente una particolare attenzione la negoziazione degli algoritmi e la vigilanza mediante gli stessi.

Nel settore informatico, con il termine algoritmo ci si riferisce a un insieme di istruzioni da osservare per il raggiungimento di un determinato risultato o la soluzione di un problema. Dal latino *algorithmus*, a sua volta derivante da al-Khwarizmi³³⁷, tale termine in origine è stato utilizzato per denotare procedimenti di calcolo fondati su cifre arabe, sino a essere adottato nella logica moderna e nella matematica, come metodo di calcolo rappresentato da un preciso numero di formule in grado di rinvenire chiavi di lettura inedite o più fini fra informazioni già conosciute. All’interno di tale nozione è oggi possibile ricomprendere una pluralità di sistemi largamente utilizzati e oramai indispensabili nella vita di ogni giorno. Si pensi, ad esempio, non solo ai *trader online* che quotidianamente investono milioni di euro, ma anche ai *browser* di ricerca come Chrome e ai *software* che mandano notifiche ai fattorini preposti alla consegna di alimenti. Certamente, nella realtà aziendale, la funzione più diffusa consiste nella formulazione di previsioni per il futuro all’interno dei singoli mercati.

Il concetto di mercato, evocativo di un determinato luogo, di una piazza e di merci, è stato col tempo superato dall’affermarsi del sistema multilaterale³³⁸.

³³⁵ Irti Natalino, *Contratto senza accordo*, in *Riv. trim. dir. civ.*, 1998, p.347 ss.

³³⁶ Così Giorgio Oppo, nel 1998, intitola un saggio apparso sulla “Rivista di diritto civile”.

³³⁷ Al-Khwarizmi è il nome di un matematico arabo che, secondo molti, per primo ha teorizzato tale concetto.

³³⁸ Lupoi A., *La Geo-tecno-grafia di altri luoghi (un itinerario dal con-fine allo spazio de-finito)*, in *Rivista internazionale di filosofia del diritto*, 2015, pp. 618 ss.

Al riguardo, il Regolamento UE n. 648/2012³³⁹, sulla disciplina dei derivati OTC³⁴⁰, fornisce una definizione di piattaforma di negoziazione, qualificata come un «sistema gestito da un'impresa d'investimento (...) che consente al suo interno l'incontro tra interessi di acquisto e di vendita relativi a strumenti finanziari, dando vita a contratti». Si ha riguardo a un complesso informatico che delimita uno spazio, al cui interno si verifica l'incontro tra interessi diversi di acquisto e di vendita.

Ancora, la direttiva n. 65 del 15 Maggio 2014 (MiFID II)³⁴¹, pone al vertice della nuova concezione di mercato delineatasi nel corso del tempo, il c.d. sistema multilaterale, indicato come «un sistema che permette l'interazione tra interessi multipli di acquisto e vendita di terzi relativi a strumenti finanziari»³⁴². Essa è il punto di arrivo di un incessante processo di sviluppo di innovativi sistemi tecnologici che ha comportato un drastico e inevitabile mutamento dei procedimenti di organizzazione e di funzionamento dei mercati finanziari³⁴³.

Il rapido sviluppo tecnologico nel settore della finanza sta portando dunque a un mutamento radicale nella struttura stessa sia dell'offerta che della domanda. Non variano solo le caratteristiche proprie dei tradizionali prodotti e servizi, ma anche il modo in cui gli stessi vengono forniti. È dunque in corso un radicale

³³⁹ Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012, sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni.

³⁴⁰ OTC: *over the counter*. Si ha riguardo a derivati la cui stipula ed esecuzione avviene al di fuori dei mercati regolamentati.

³⁴¹ Direttiva entrata in vigore il 3 gennaio 2018 con lo scopo di sviluppare un unico mercato dei servizi finanziari in Europa, in cui siano assicurati adeguata trasparenza e protezione degli investitori.

³⁴² Sono sistemi multilaterali i mercati regolamentati, i sistemi multilaterali di negoziazione e gli internalizzatori sistematici.

³⁴³ La Direttiva, d'altra parte, rappresenta com'è noto l'ultimo approdo di un processo pluridecennale di trasformazione dei mercati, fondato sui principi dell'imprenditorialità, della pluralità e della concorrenza, e che vede oggi eretta a categoria generale quella di "sede di negoziazione", la quale rinviene la propria definizione nell'art. 1, comma 5-octies, lett. c), TUF, in conformità all'art. 4, comma 1, n. 24, della Direttiva stessa. La nozione comprende oggi una pluralità di tipologie di "ambienti", entro cui convergono la domanda e l'offerta di strumenti finanziari dati (quelli ammessi alla negoziazione in uno o più di essi), secondo un sistema di regole predefinito, che connota l'ambiente e lo definisce come tale: Cian Marco, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium Iuris* n. 4/2019, p. 450 ss.

processo di cambiamento della natura dei mercati finanziari, dei servizi e delle istituzioni.

Particolare rilevanza assume, in un siffatto quadro, la tecnologia di regolamentazione, c. d. RegTech³⁴⁴, la cui prima definizione è stata data dall'Autorità inglese FCA³⁴⁵: «*RegTech is a sub-set of FinTech that focuses on technologies that may facilitate the delivery of regulatory requirements more efficiently and effectively than existing capabilities*». Si ha riguardo all'impiego della tecnologia a beneficio delle procedure di adeguamento, conformità e del rispetto dei requisiti normativi. Grande impiego di essa è stato posto in essere, in particolare, per l'ottemperanza degli obblighi informativi.

I costi richiesti al settore dei servizi finanziari dal RegTech sicuramente risultano cospicui, ma altrettanto significativo, se non addirittura superiore, risulta il potenziale che lo caratterizza. Esso risulta difatti in grado di garantire, quasi in tempo reale, un'adeguata ed efficiente risposta alle richieste normative, consentendo l'individuazione e il superamento dei rischi astrattamente possibili. Ne consegue la definizione di un nuovo sistema di riferimento per istituzioni finanziarie e regolatori, fondato su una collaborazione reciproca, idoneo a una maggiore e più rapida condivisione delle informazioni mediante analisi congiunte dei dati raccolti. Le potenzialità innovative della tecnologia, i rapidi sviluppi nei mercati emergenti e il nuovo atteggiamento proattivo delle autorità di regolamentazione, potranno così aprire le porte a un nuovo e più saldo legame tra dati personali, identità digitale e regolamentazione.

Ciò posto, si rileva che la costante diffusione delle opportunità offerte dalla tecnologia informatica è stata colta, in particolare, dal segmento dell'industria finanziaria relativa alle negoziazioni elettroniche di strumenti finanziari. Si è assistito, nella prassi, alla diffusione di modelli informatici sempre più evoluti,

³⁴⁴ Il termine RegTech origina da “*regulation*” e “*technology*”.

³⁴⁵ *Financial Conduct Authority*.

il cui sviluppo ha permesso l'elaborazione, ad opera degli intermediari finanziari, di sistemi di negoziazione talmente avanzati da consentire la totale automazione di ogni fase dell'attività di *trading*: dalla determinazione dei parametri concernenti il singolo ordine sino all'esecuzione dello stesso.

Particolare attenzione al riguardo merita il fenomeno della compravendita di strumenti finanziari attraverso internet: il c.d. *trading on-line*³⁴⁶, «consistente nell'utilizzo di Internet quale canale di contatto con la clientela per l'esecuzione dei servizi di negoziazione per conto terzi e di ricezione e trasmissione ordini»³⁴⁷.

Proprio la ricezione e la trasmissione di ordini ai fini della successiva negoziazione per conto terzi è l'attività finanziaria che più delle altre sta beneficiando delle infinite potenzialità tecniche apprestate da Internet³⁴⁸. Sono già alcune decine, anche qui in Italia, i c.d. *on-line trading brokers* che ricorrono alla rete quale capillare *order-routing system*, ossia lo strumento finalizzato ad attivare la raccolta di ordini in modalità remota. Non c'è dubbio, infatti, che l'affermazione della rete abbia saputo portare nuova linfa e dare definitiva consacrazione a quel servizio di *eletronic investing*, che, sviluppatosi negli anni

³⁴⁶ Conosciuto anche con l'acronimo inglese TOL.

³⁴⁷ Comunicazione CONSOB n. DI/30396, "*trading on line e regole di comportamento*", 21 aprile 2000, in cui è sancito che «Le regole di comportamento dettate dall'ordinamento per la prestazione dei servizi di investimento non vengono meno se l'impresa si avvale di Internet per lo svolgimento dell'attività di intermediazione. Semplicemente, tali regole potranno richiedere modalità di adempimento specifiche in ragione della particolare natura tecnica del mezzo di contatto con la clientela utilizzato. Ne discende che è onere dell'intermediario che utilizza la "rete" predisporre ed attuare procedure tecniche ed operative che consentano il pieno ed effettivo rispetto della disciplina». La CONSOB ha chiarito che l'obbligo, stabilito dall'art. 29, comma 3°, primo periodo, del reg. n. 11522, di segnalare al cliente l'inadeguatezza delle operazioni richieste *on-line* (e le sue ragioni) può essere adempiuto con la medesima modalità – e cioè via Internet – “avendo cura di fornire al cliente le indicazioni richieste dalla disciplina con la necessaria chiarezza ed evidenza”.

³⁴⁸ Nel luglio 1998, rispondendo ad apposito quesito, la CONSOB ha riconosciuto per la prima volta la legittimità della rete come canale di trasmissione degli ordini (Comunicazione n. DI/98063298 del 30 luglio 1998). È stato infatti chiaramente precisato che la ricezione degli ordini tramite Internet deve ritenersi «sicuramente ammessa, in ragione dell'ampia discrezionalità nella definizione dei modi di svolgimento della propria attività che la disciplina di settore accorda agli intermediari autorizzati».

'80 su linee e con *software* dedicati, aveva per lungo tempo stentato a riscontrare un pieno gradimento da parte della clientela.

Anche se l'affermazione del *trading on-line* può essere in parte ricondotta alla notevole crescita delle capacità degli investitori sotto il profilo dell'autonomia d'analisi nel compimento delle scelte d'investimento – e perciò a una più forte propensione all'utilizzo di tecniche volte a esaltare lo spirito d'iniziativa e la competenza nelle scelte³⁴⁹ – non vi è dubbio che altri fattori, quali il costo contenuto delle commissioni, la semplicità d'utilizzo e le sofisticate modalità di predisposizione degli ordini, abbiano fortemente collaborato alla moltiplicazione dei volumi del negoziato a discapito delle forme di brokeraggio classiche³⁵⁰.

Si ha riguardo a un fenomeno in dirompente evoluzione ed incessante diffusione. Si pensi alla rilevanza che nel sistema statunitense ha già acquistato il robot della società Portware, in grado di individuare la migliore strategia d'investimento sulla base di un'analisi del flusso degli ordini e, in particolare, delle relative anomalie.

Sulla base delle ricerche poste in essere da Aite Group³⁵¹ nel 2016, a livello globale, il 66% del controvalore nominale in azioni è stato oggetto di scambio ad opera di algoritmi.

Il direttore della ricerca all'interno della Portware, Henri Waelbroeck, ha rilasciato la seguente dichiarazione: «abbiamo sviluppato un'intelligenza

³⁴⁹ Si ha riguardo, in sostanza, alla direzione opposta rispetto a quella del risparmio gestito a lungo preferita, in particolare negli anni scorsi, dai risparmiatori italiani.

³⁵⁰ Grazie al proprio intermediario finanziario virtuale è possibile porre in essere operazioni di *trading* su un'ampia gamma di prodotti finanziari: non soltanto le azioni, ma anche i *warrant*, alcune tipologie di derivati (*futures* e *options*) e fondi comuni di investimento possono infatti divenire potenziale oggetto del servizio; per non dire di quei nuovi strumenti finanziari derivati che sono stati appositamente concepiti per gli investitori che operano *on-line*: Placania Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail* distribuite via internet, Cedam, 2003, p. 205.

³⁵¹ *Aite Group* è una società americana di ricerche, operante nel settore dei servizi finanziari, la cui attenzione è concentrata in particolar modo su questioni aziendali, tecnologiche e normative.

artificiale che “costruisce” sistemi predittivi praticamente su tutto: dai volumi alla volatilità fino alle anomalie nel flusso degli ordini». Trattasi di un sistema che, in assoluta autonomia e in tempo reale, è in grado di scegliere la migliore strategia in considerazione del contesto di riferimento, in uno stato di incessante mutamento. Ma non è l’unico, dovendosi ritenere pienamente condivisibile la posizione di quanti affermano a gran voce che la digitalizzazione in finanza è ormai di casa. Si ha difatti riguardo a un settore all’interno del quale i *big data* rappresentano al contempo una miniera d’oro per l’investitore e una fonte di problemi difficilmente risolvibili dalla mente umana, a causa di numerosi fattori, tra i quali, a titolo esemplificativo, i tempi di reazione del *flash trader*. Sicché sempre più sentita risulta l’esigenza di innovazione ed evoluzione con riguardo agli stessi.

Basti pensare che nella realtà odierna l’intelligenza artificiale risulta largamente utilizzata anche in Borsa. Difatti, gli investimenti posti in essere nel 2017 dalle società finanziarie nel campo dell’*Artificial intelligence* (Ai) sono stati pari a circa 1,5 miliardi di dollari e si stima che essi potrebbero giungere a quota 2,8 miliardi nel 2021.

Tali dati, se si considera che l’intelligenza artificiale oltre a essere in grado di garantire maggiore trasparenza ed efficienza nelle transazioni, garantisce, insieme a un drastico abbattimento dei tempi di esecuzione, il superamento dell’irrazionalità propria dell’investitore umano, non destano affatto stupore.

Al riguardo, particolare menzione merita la società iSentium, una *startup* nata nel 2008, capace di fornire – nei settori della finanza, della politica e della gestione del marchio – soluzioni di *big data* fondate sull’abbinamento di un sistema analitico basato sulla linguistica, con strumenti in grado di convertire i contenuti dei *social media* in indici di sentimento. Essa ha dato vita ad algoritmi di intelligenza artificiale che raccolgono e analizzano in tempo reale i dati e le conversazioni presenti in rete, offrendo così una piattaforma in grado di creare

un “*sentiment*” su cui fondare la strategia di *trading*. E i dati dimostrano che il sistema funziona.

Ma qual è il rischio sotteso a siffatte operazioni poste in essere dagli investitori robot? Sicuramente è concreto il pericolo che l’economia reale venga messa in secondo piano. Difatti, sia nel caso in cui venga usata l’intelligenza artificiale, che nell’ipotesi di utilizzo dei tradizionali sistemi statistici, una forte compromissione viene causata al legame tra la realtà propria di una singola azienda e la relativa quotazione in Borsa. Tale collegamento è considerato di primaria importanza per l’analisi che si fonda su elementi propri della vita societaria, quali i prodotti, i dipendenti, gli organi di vertice, ma non anche per le nuove strategie basate sulla convinzione che il prezzo sia l’elemento principe. Innegabilmente, però, il valore di un’azione tiene conto di tutto ciò che alla stessa è riferibile. Sicché, se viene posta in essere una corretta ed efficiente gestione del *business*, anche il prezzo si adeguerà e il relativo listino ne prenderà atto.

Tuttavia, anche se non ci sono dati ufficiali, stime attendibili dimostrano che oggigiorno più del 60% degli scambi *cash* a livello globale è nelle mani di robot (i c.d. *algo traders*)³⁵², sicché le strategie quantitative adottate dagli stessi sono col tempo diventate il principale punto di riferimento dei mercati, con una radicale compressione del ruolo segnaletico da sempre rivestito dalla formazione del prezzo relativa alla singola azione.

All’interno dei mercati, dunque, la compravendita di un’azione deriva ormai quasi sempre da calcoli posti in essere da computer in forza di istruzioni frutto delle informazioni raccolte dal *web* e, in particolare, da complessi algoritmi dotati di una particolare capacità di raccolta e analisi delle stesse in tempi rapidissimi.

³⁵² Come quella diffusa da JpMorgan Chase, multinazionale americana di servizi finanziari con sede a New York.

In realtà – occorre evidenziarlo – non si tratta di un fenomeno poi così nuovo. È infatti da tempo che la combinazione uomo-macchina viene applicata all'interno della realtà aziendale, dagli istituti di credito sino alle assicurazioni, per il compimento di una vasta gamma di operazioni: l'analisi del merito creditizio, la predisposizione e concessione di mutui, ma anche la scrittura di *report*. È dunque da diversi anni che gli algoritmi vengono impiegati dai diversi operatori del mercato finanziario per sostenere e facilitare l'offerta di servizi, ma è solo nei tempi più recenti che si è assistito a un radicale processo di cambiamento, oggi ancora in atto. Esso è derivato dalle nuove potenzialità di elaborazione proprie degli algoritmi, conseguenti alla commistione con il fenomeno dei c.d. Big Data³⁵³. Inoltre, sempre più spesso la componente algoritmica sta assumendo un ruolo preponderante nell'ambito del processo decisionale, in cui non è più presente l'intermediazione di una persona fisica. In altre parole, la tecnologia sta avanzando sempre più verso un ruolo da vera protagonista, in qualità di sostituta del giudizio umano.

All'interno dei mercati finanziari molteplici sono le informazioni e i numeri che quotidianamente vengono generati. Si pensi, al riguardo, agli elementi macroeconomici, così come ai bilanci aziendali, insieme di dati sino ad oggi raccolti e sintetizzati da attenti analisti, la cui attività risulta attualmente pienamente sostituibile con l'applicazione dell'intelligenza artificiale della *Natural language generation*. Arden Manning, *senior vicepresident* della FinTech Yseop, ha affermato che trattasi di algoritmi che, oltre ad accelerare il lavoro, «consentono di analizzare migliaia e migliaia di informazioni. Il tutto per, da una parte, produrre report che costituiscano il riassunto dei dati stessi. (...) I nostri software leggono fino a duemila pagine al secondo».

³⁵³ Sul tema, vedi Palmerini Erica, Aiello Giuseppe, Cappelli Viola, Morgante Gaetana, Amore Nicolò, Di Vetta Giuseppe, Fiorinelli Gaia, Galli Martina, *Il Fintech e l'economia dei dati. Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici*, Quaderno Consob, n. 2, dicembre 2018.

Il problema, dunque, è il seguente: il robot comporterà una diminuzione drastica dei posti di lavoro? Non è possibile fornire una risposta univoca, essendo complesse e molteplici le potenzialità applicative dell'intelligenza artificiale: si consideri che nel sistema del *retail* statunitense³⁵⁴, tra il 2007 e il 2017, l'avvenuta digitalizzazione ha causato la perdita di circa centoquarantamila impieghi ma, di contro, l'*e-commerce* ha comportato la necessità di creare più di quattrocentomila posti di lavoro. Se da un lato, l'automazione di molti processi potrà implicare una certa percentuale di disoccupazione, al contempo è innegabile che l'innovazione potrà comportare nuove tipologie di lavoro, considerando anche che una maggiore sofisticazione dei mezzi di lavoro comporterà inevitabilmente il bisogno di nuove competenze, di non semplice acquisizione. Si pensi, in particolare, ai tempi di reazione propri del *flash trader*.

Occorreranno sistemi maggiormente evoluti, non essendo più sufficienti né i modelli di analisi fondamentale né quelli statistici. Sicché, sempre più importanza acquisirà la formazione, unico strumento in grado di trasformare questo processo innovativo in una rivoluzione inclusiva, garante di una più vasta occupazione.

Sicuramente, nella semplice gestione giornaliera degli scambi, i robot appaiono *trader* più efficienti degli esseri umani, non solo per la velocità di intervento ma anche per la mancanza del fattore emozionale. Difatti, essi non sono mai spinti da un sentimento deleterio, né di timore né di eccessiva galvanizzazione. Ed è questo il motivo per cui anche un gigante della finanza a livello globale come Goldman Sachs³⁵⁵ annuncia ciclicamente il licenziamento di un determinato numero di persone la cui attività risulta totalmente sostituibile dall'opera di robot istruiti.

³⁵⁴ Vendita al dettaglio.

³⁵⁵ Goldman Sachs Group, Inc. è una delle maggiori banche d'affari del mondo, *leader* nei servizi per l'alta finanza.

Ma lo stesso non si può dire nel caso in cui l'attività da porre in essere richieda una valutazione del potenziale a lungo termine di una società. Ciò in quanto tali sistemi automatizzati consistono in *software* in grado di gestire, senza la presenza fisica del *trader* umano, la realizzazione di ordini di vendita e acquisto sulla base di algoritmi e formule fondati su parametri matematici. Ma essi sono ad oggi programmati solo per funzionare all'interno di un determinato mercato, in forza di tecniche approvate e schemi collaudati, relativamente a specifiche operazioni. L'ingrediente con cui i programmi descritti lavorano e da cui ricavano gli *input* che permettono l'intervento anticipando il mercato, sono le informazioni, le quali corrispondono ai dati societari così come alle notizie di accadimenti particolari.

Affinché si azioni il meccanismo di vendita o acquisto di titoli o valute, basta semplicemente la dichiarazione resa da un uomo di peso, quale, ad esempio, un capo di Stato. Da ciò consegue un inevitabile rischio di automatismi e problemi, che si verificano ogniqualvolta tali *trader* vengono indotti in errore dalla diffusione sul mercato di notizie false. Facciamo riferimento, in particolare, ai famosi casi di *flash crash*, consistenti in una rapida, ingiustificata e incontrollata caduta dei prezzi di uno o più strumenti finanziari, a cui normalmente segue una forte ripresa immediatamente successiva. Si consideri, a titolo esemplificativo, il drastico calo dei prezzi di listino che si è registrato nel 2013, allorquando, hackerato l'account *twitter* di una famosa agenzia americana (Associated Press), è stata diffusa la falsa notizia di un'esplosione alla Casa Bianca con ferita del Presidente Obama; o, ancora, alla corsa agli acquisti che si è verificata sul mercato quando i *robotrader* hanno creduto erroneamente alle dimissioni del presidente Jacob Zuma, probabilmente per un semplice problema di omonimia. Difatti, è presumibile che essi siano stati confusi dalla diffusione sul web del dibattito circa le cause del fallimento di Zuma, missione satellitare americana conclusasi con esito negativo. Spinti dalla convinzione che

oggetto della discussione fossero le avvenute dimissioni del presidente sudafricano, i robot hanno fondato le proprie strategie di mercato sulle politiche promesse dall'oppositore Cyril Ramaphoa, decisamente più inclini a una effettiva crescita economica. Ciò ha comportato un immediato aumento della valuta locale, il *rand*, seguito da un altrettanto rapido crollo verificatosi solo quando l'intervento umano è riuscito a ripristinare la situazione corretta.

Bisogna dunque prestare molta attenzione alle operazioni poste in essere attraverso le macchine e, a tal riguardo, indispensabile appare ormai la predisposizione di adeguati sistemi di controllo delle giustificazioni e strategie sottese alle stesse. A tal proposito, il *Financial Stability Board*³⁵⁶, ha evidenziato che gli errori in cui spesso i robot cadono costituiscono un serio pericolo per il sistema finanziario. Sicché, risulta assolutamente «importante che il progresso nell'applicazione di intelligenza artificiale e *machine learning* sia accompagnato da un ulteriore progresso nell'interpretazione dei risultati degli algoritmi e delle loro decisioni. La crescente complessità dei modelli può minare la capacità degli sviluppatori e degli utenti di spiegare pienamente, e in qualche caso comprendere, come funzionano».

Un intervento volto a regolamentare compiutamente il fenomeno dell'intelligenza artificiale appare dunque ormai indispensabile.

Nel 2017 il Parlamento europeo si è occupato del mercato digitale, prestando particolare attenzione alla robotica. È stata così adottata una risoluzione contenente delle specifiche raccomandazioni ed è stata sollecitata l'adozione di norme di diritto che regolamentino la materia. Si ha riguardo alla risoluzione del 16 febbraio 2017, intitolata "*norme di diritto civile sulla robotica*"³⁵⁷, la cui lettura mostra lo stato attuale della regolamentazione in materia di

³⁵⁶ Organismo internazionale creato dal G20 con la funzione di controllare il sistema finanziario mondiale e di prevenire, in particolare, possibili nuove crisi economiche causate dalle Borse.

³⁵⁷ Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica (2015/2103(INL)).

robotizzazione. Nell'introduzione, il legislatore europeo prende atto del fatto che nei prossimi anni si realizzerà «una nuova rivoluzione industriale, suscettibile di toccare tutti gli strati sociali, rendendo imprescindibile che la legislazione ne consideri le implicazioni e le conseguenze legali ed etiche, senza ostacolare l'innovazione». Tale rivoluzione dovrà essere guidata dall'esigenza di preservare alcuni principi etici, tra i quali la sicurezza delle persone e della loro salute, la libertà, la vita privata, l'integrità, la dignità, l'autodeterminazione e la non discriminazione, nonché la protezione dei dati personali.

Con tale intervento normativo il legislatore europeo ha cercato di addivenire a una soluzione al seguente quesito, di notevole rilevanza: per la regolamentazione del fenomeno, è possibile l'utilizzo delle tradizionali categorie del diritto presenti all'interno dell'ordinamento giuridico europeo e nazionale, oppure occorre introdurre nuove norme? Si è tentato di risolvere il problema in modo compromissorio, con la consapevolezza che l'uso delle regole contenute nei codici civili vigenti, comporta anzitutto la soluzione di una questione di non semplice soluzione: cosa sono i robot da un punto di vista giuridico? Sicuramente, non sono delle cose, perché giuridicamente le cose sono inanimate, mentre i robot, attraverso un programma preinstallato, sono chiamati a fare delle scelte. Non sono neppure delle persone, perché il robot intanto esiste perché ha un programma che ne determina tutte o solo alcune delle azioni. Quindi, non si ha riguardo né a cose, né a persone. Si tratta dunque di qualcosa di diverso, sicché è probabile che bisognerà anzitutto disciplinare direttamente la natura giuridica del robot. Solo così sarà possibile finalmente giungere alla soluzione di questioni che, soprattutto nei tempi più recenti, hanno attanagliato la mente degli esperti del settore: chi risponde dei danni che il robot ha provocato a terzi? Ne risponde chi lo ha progettato o chi ha creato il programma che il robot ha eseguito? Oppure, ancora, ne risponde il relativo

proprietario? Si ha riguardo a interrogativi che, oggi più che mai, necessitano di una risposta univoca ed esaustiva.

2. La negoziazione degli algoritmi in campo finanziario

La diffusione di algoritmi di negoziazione tra intermediari del settore è stata favorita dall'introduzione di un preciso obbligo di *best execution* e dall'eliminazione dell'obbligo di concentrazione degli scambi azionari sui mercati regolamentati.

L'affermazione del *trading* algoritmico è dovuta in parte alle innumerevoli opportunità garantite dall'avvenuta evoluzione informatica e tecnologica e, in altra parte, alla riorganizzazione a livello comunitario degli scenari normativi di riferimento dei mercati finanziari.

Con riguardo alla nozione di negoziazione algoritmica, particolare interesse desta la direttiva n. 39/2004 CE (MIFID II). Essa, nell'innovare il sistema regolamentare relativo ai mercati di strumenti finanziari, delimita l'ambito operativo di tale attività, facendovi rientrare qualsivoglia sistema di negoziazione all'interno del quale un algoritmo – creato attraverso progettazioni di carattere informatico – riesca autonomamente, senza la necessità di alcun intervento umano, a stabilire i parametri propri dei singoli ordini di investimento³⁵⁸. Rimangono dunque fuori i supporti informatici che non risultano in grado di influire sul processo di identificazione degli elementi caratterizzanti gli ordini di *trading*, quali i processi elettronici usati per il

³⁵⁸ Art. 4, 39), MIFID II: la negoziazione algoritmica è la «negoziazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio se avviare l'ordine, i tempi, il prezzo o la quantità dell'ordine o come gestire l'ordine dopo la sua presentazione, con intervento umano minimo o nullo e non comprende i sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di trading, per confermare ordini o per eseguire il trattamento post-negoziazione delle operazioni eseguite».

trattamento e l'inoltro di ordini senza alcuna indicazione degli indici che contraddistinguono la singola operazione. Sono altresì esclusi i sistemi telematici che non hanno altro fine se non l'identificazione delle sedi di scambio dei diversi ordini³⁵⁹ e i protocolli informatici utilizzati per il controllo dell'avvenuto rispetto delle istruzioni date dall'investitore per la singola negoziazione.

Ciò posto, per una reale comprensione del fenomeno della negoziazione degli algoritmi in campo finanziario, occorre tenere a mente la centralità della nozione di *trading system*³⁶⁰ e della sua funzionalità. Si consideri, al riguardo, che le tecniche utilizzate per lo svolgimento di tale attività sono strettamente dipendenti dalla efficienza propria dei sistemi all'interno dei quali esse sono utilizzate. Una definizione utile è rinvenibile all'interno del *Discussion paper "MiFID II/MiFIR"* del 22 maggio 2014³⁶¹, che qualifica tale sistema di negoziazione come un ambiente informatizzato caratterizzato da un insieme di regole, infrastrutture e collegamenti elettronici che garantiscono la possibilità di elaborare informazioni direttamente dal mercato, traducendole in strategie di negoziazione. Affinché un sistema di *trading* possa essere definito algoritmico – secondo l'ESMA³⁶² – è necessario che il processo di trattamento degli ordini sia caratterizzato da un certo livello di automatizzazione, che sia in grado di escludere la necessità di qualsiasi intervento umano in ogni fase, da quella di avvio sino a quella di esecuzione delle operazioni di investimento. In particolare, nel parere dell'ESMA del 19 dicembre 2014, denominato "*Technical Advice to the Commission on MiFID II and MiFIR*", si afferma che tale caratteristica deve essere tale da comportare non solo un'automatica definizione

³⁵⁹ *Trading venues*.

³⁶⁰ Sistema di negoziazione.

³⁶¹ ESMA/2014/548, concernente le modalità di implementazione della nuova normativa europea in materia di mercati finanziari.

³⁶² ESMA: *European securities and markets Authority*. Trattasi di un'Autorità di vigilanza indipendente dell'UE.

delle istruzioni di *trading*, ma anche una efficiente ottimizzazione del processo di esecuzione dei singoli ordini³⁶³. Così, ad esempio, non rientrano nell'alveo di tale nozione quei sistemi caratterizzati da un utilizzo di algoritmi esclusivamente volto alla illustrazione di una determinata situazione dei mercati, i c.d. "*alert di IG*"³⁶⁴, i quali consentono di specificare una condizione e di ricevere una notifica al verificarsi della stessa.

3. Il *trading* ad alta frequenza e le asimmetrie tecnologiche

Con riguardo alla negoziazione degli algoritmi e alla relativa vigilanza, occorre anzitutto precisare che gli algoritmi possono entrare nel contratto in quanto oggetti di negoziazione, o, meglio, di prenegoziazione. Difatti essi contribuiscono attivamente alla fase preparatoria, condizionando gli esiti dell'accordo negoziale, anche se non ne costituiscono l'oggetto. L'ingresso nel sinallagma contrattuale ne rende possibile una efficace protezione e regolamentazione.

Ciò è particolarmente rilevante se si considera che nel mondo della finanza, tecniche e tecnologie sono state in grado di cambiare le modalità di negoziazione, sicché oggi si ravvisano nuovi sistemi di calcolo in grado di determinare il valore dell'oggetto da scambiare, nonché macchine in grado di determinare un potenziamento dell'azione umana sia nella fase di valutazione che in quella di decisione e controllo. Il problema di determinazione del prezzo rimanda alle negoziazioni di modelli e alle ipotesi che lo producono. Negoziare gli algoritmi piuttosto che il valore finale degli stessi non è solo più chiaro ed

³⁶³ Al riguardo, interessante è la distinzione tra due diversi sistemi elettronici di trasmissione dei diversi ordini: gli *Automated Order Routers* e gli *Smart Order Routers*. Mentre i primi non rientrano nell'ambito della negoziazione algoritmica, limitandosi a indicare solo i *trading venues* su cui devono transitare i diversi ordini, i secondi rendono possibile l'automatica elaborazione di specifici parametri di investimento, garantendo così una reale ottimizzazione della fase di esecuzione degli ordini.

³⁶⁴ Anche noti come *trading alerts*.

efficace ma conduce altresì a una maggiore trasparenza dell'algoritmo alla base del contratto.

Strumenti avanzati quali gli algoritmi di calcolo dei prezzi sono sempre più frequenti nella vita di ogni giorno. Essi sono in grado di modificare il quadro competitivo all'interno del quale esercitano la propria attività diverse aziende e le relative modalità con cui addiventano a decisioni strategiche e commerciali. Difatti, numerose risultano le società che si servono di algoritmi informatici per fissare prezzi e, soprattutto, prevedere l'evoluzione del mercato.

Tali nuovi strumenti tecnologici hanno un potenziale impatto positivo sul mercato e, in particolare, sul benessere sociale generale, ma sono altresì in grado di rivoluzionare le modalità operative proprie dei diversi operatori e le relative interazioni. Mediante l'uso di algoritmi, è possibile favorire accordi anticoncorrenziali in grado di minacciare seriamente il corretto funzionamento dei mercati. Ciò è quanto può avvenire, ad esempio, attraverso il monitoraggio del comportamento dei diversi concorrenti, mediante la raccolta di informazioni e il filtraggio dei dati volto a identificare un'eventuale deviazione rispetto alla pratica concordata. I dati così ottenuti possono essere sfruttati mediante l'associazione a un algoritmo di calcolo di prezzo, in grado di attivare una risposta automatica al verificarsi di un concreto e significativo allontanamento rispetto all'importo stabilito³⁶⁵. Ne deriva un concreto pericolo di abuso del maggiore potere detenuto da taluni attori del mercato a vantaggio di meri interessi privati, non corrispondenti a obiettivi condivisi all'interno di una società.

Chiarire la posizione degli algoritmi significa precisare quali sono le regole del gioco a cui bisogna attenersi. A tal proposito, è possibile affermare che la legalità del prezzo consiste nella legalità della sua formazione, nel rispetto delle norme della gara. Ciò è ormai indispensabile.

³⁶⁵ *Monitoring algorithms.*

Per comprendere ciò, basti considerare che l'esigenza di utilizzazione degli algoritmi è ormai sentita nei più disparati campi. Si pensi, ad esempio, alla necessità di verificare l'usurarietà del contratto bancario, e dunque al calcolo del tasso effettivo globale mediante un confronto con il tasso soglia. Tale operazione sembrerebbe molto semplice da far fare a un algoritmo. Tuttavia, le ambiguità definitorie rendono tali decisioni meno automatiche di quanto si potrebbe pensare.

Di poi, gli algoritmi e la decisione robotica sono altresì entrati nei mercati finanziari come sistemi di negoziazione ad alta frequenza e ciò ha cambiato la fisionomia e la consistenza degli abusi di mercato.

Come fronteggiare le nuove anomalie?

Sicuramente c'è bisogno di algoritmi di controllo degli algoritmi.

Difatti, il meccanismo proprio degli algoritmi è idoneo a creare situazioni patologiche. Alcune delle strategie di *trading* ad alta frequenza possono infatti essere utilizzate in modo perverso o produrre meccanicamente perversione.

È un fenomeno tecnico che preoccupa seriamente le Autorità di vigilanza e che spesso viene segnalato nelle cronache giornalistiche.

Tutto si può ricondurre a due fattori causali: l'informazione e la capacità di azione.

Si pensi, a titolo esemplificativo, alla perversione propria del *flash trading*, il quale sfrutta il vantaggio informativo del *flash trader* che ha aderito al servizio di pagamento della piattaforma di scambio, per poter processare ordini prima che arrivino al mercato, comportando situazioni di asimmetria informativa tra i diversi *trader*.

Si ha riguardo al fenomeno noto come *High Frequency Trading* (HFT), nato una ventina di anni fa negli Stati Uniti con l'avvenuta autorizzazione degli scambi in via elettronica ad opera della *Security Exchange Commission* (SEC). I mercati secondari per la negoziazione azionaria negli Stati Uniti sono stati

completamente trasformati negli ultimi due decenni. e cambiamenti simili si sono verificati in tutto il mondo. Basti considerare che, all'inizio degli anni 90, la negoziazione di azioni di ogni società quotata era in gran parte limitata a una sola sede, il NASDAQ³⁶⁶, gestita in gran parte da specialisti. Oggi, invece, si registrano quasi sessanta sedi di negoziazione concorrenti, ciascuna delle quali costituisce un portafoglio ordini a limite elettronico all'interno del quale un computer abbina gli ordini vendibili in entrata con ordini inviati in gran parte dagli *High Frequency Traders*.

Ma cosa si intende precisamente per *High Frequency Trading*³⁶⁷? Con tale termine si indica una vasta gamma di negoziazioni di strumenti finanziari che, mediante algoritmi e software sempre più evoluti e sofisticati, consente l'elaborazione e la conclusione di contratti ad alta frequenza, senza necessità di alcun intervento umano, se non nella fase iniziale del processo.

La negoziazione ad alta frequenza rappresenta dunque un sistema operativo fondato sull'uso di computer di ultima generazione in grado di leggere il mercato e di reagire in un brevissimo lasso di tempo, attraverso codici di programmazione particolarmente raffinati. L'algoritmo è così in grado di rispondere immediatamente a qualsiasi stimolo che incida sensibilmente sul valore delle azioni, prima ancora che l'essere umano abbia il tempo di rendersene conto. La particolare velocità che ne caratterizza i tempi di reazione rende possibile l'uso di differenti tecniche di guadagno e al contempo realizza uno squilibrio competitivo rispetto agli altri operatori di mercato. Poche società possono infatti permettersi somme tali da garantire detti risultati, con un conseguente vantaggio competitivo difficilmente contrastabile da parte dei

³⁶⁶ *National Association of Securities Dealers Automated Quotation.*

³⁶⁷ L'attività di HFT costituisce un'evoluzione radicale del servizio di negoziazione per conto proprio che gli intermediari possono svolgere senza l'ausilio algoritmico: Mattassoglio Francesca, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 2, 2018.

comuni operatori. Il che, inevitabilmente, crea delle asimmetrie operative ingiustificabili.

Il nuovo mercato azionario che ne deriva risulta dunque assolutamente rivoluzionario e le sue operazioni non vengono ancora ben comprese. Gran parte delle critiche derivano da tali malintesi. Sicché è necessario anzitutto definirne i caratteri distintivi e le modalità operative.

Non si può prescindere a tal fine da una disamina delle norme che lo disciplinano e, in particolare, di quelle contenute nel Testo Unico della Finanza. All'interno di tale Testo, mentre la negoziazione algoritmica è definita dall'art. 1, co. 6-quinquies, TUF come «la negoziazione di strumenti finanziari in cui un algoritmo informatizzato determina automaticamente i parametri individuali degli ordini, come ad esempio l'avvio dell'ordine, la relativa tempistica, il prezzo, la quantità o le modalità di gestione dell'ordine dopo l'invio, con intervento umano minimo o assente, ad esclusione dei sistemi utilizzati unicamente per trasmettere ordini a una o più sedi di negoziazione, per trattare ordini che non comportano la determinazione di parametri di negoziazione, per confermare ordini o per eseguire il regolamento delle operazioni», è invece l'art. 1, co. 6-septies, TUF che ci fornisce una definizione di negoziazione ad alta frequenza. Essa è qualificabile come «qualsiasi tecnica di negoziazione algoritmica caratterizzata da: a) infrastrutture volte a ridurre al minimo le latenze di rete e di altro genere, compresa almeno una delle strutture per l'inserimento algoritmico dell'ordine: co-ubicazione, hosting di prossimità o accesso elettronico diretto a velocità elevata; b) determinazione da parte del sistema dell'inizializzazione, generazione, trasmissione o esecuzione dell'ordine senza intervento umano per il singolo ordine o negoziazione, e c) elevato traffico infra-giornaliero di messaggi consistenti in ordini, quotazioni o cancellazioni».

Il *trading* ad alta frequenza riveste oggi il ruolo di protagonista nel settore della finanza³⁶⁸ e i profitti conseguibili mediante lo stesso appaiono irraggiungibili mediante qualsiasi altro differente sistema, sicché ripetutamente sopraggiungono al legislatore richieste di intervento volte ad apporre limiti più rigorosi.

L'*high frequency trader* guadagna se, in media, vende azioni a un prezzo maggiore rispetto a quello pagato. Esso è pronto a cedere e vendere azioni al momento dell'arrivo degli ordini sul mercato, nel rispetto di un limite di acquisto e di vendita che viene prefissato con riguardo alle singole Borse. Opera al fine di realizzare un profitto fornendo liquidità, proprio come facevano i commercianti e gli specialisti nel "vecchio" mercato.

Sono stati numerosi gli studi³⁶⁹ che hanno confermato tale caratteristica propria dell'*high frequency trading*, causativa, all'interno dei mercati, di un evidente incremento di liquidità, la quale è qualificata in finanza come un indicatore economico in grado di rappresentare efficacemente la facilità con cui gli operatori economici riescono a vendere i propri prodotti finanziari, trasformando gli stessi in moneta al prezzo più vicino possibile rispetto a quello di mercato. Per giungere a tale constatazione gli studi che sono stati realizzati, soprattutto negli ultimi anni, si sono basati su una specifica unità di misura: il *bid-ask spread*³⁷⁰. Si è constatato, al riguardo, che la presenza di HFT sul mercato è in grado di produrne una drastica diminuzione, con conseguenti benefici in termini di liquidità.

³⁶⁸ Esso rappresenta il 40% del volume d'affari nei mercati finanziari europei e il 60% in quelli statunitensi.

³⁶⁹ Tra i tanti, vedi: Hendershott Terrence, Jones Charles M., Menkveld Albert J., *Does Algorithmic Trading improve Liquidity?* in *The journal of finance*, vol. LXVI, n. 1, 2011.

³⁷⁰ Il *bid-ask spread* corrisponde alla differenza esistente fra il prezzo *bid* (denaro) e il prezzo *ask* (lettera) praticato. Il primo è il prezzo al quale si è disposti ad acquistare un determinato strumento finanziario. Il prezzo *ask* coincide invece con quello a cui si intende vendere uno strumento finanziario.

L'*high frequency trading* è dunque in grado di garantire importanti profitti e possibilità di sviluppo. Al contempo, tuttavia, sebbene appaia unicamente come una particolare forma di svolgimento di servizi di investimento, nella realtà pone problemi delicatissimi con riguardo all'effetto che può sortire³⁷¹. Difatti, proprio per la opacità che in parte lo caratterizza, ad esso sono spesso connessi potenziali rischi per la tutela della trasparenza nelle contrattazioni, della protezione degli operatori, della stabilità finanziaria e, soprattutto, del corretto funzionamento dei mercati. Sicché, non stupisce constatare che, l'*high frequency trading* sembrerebbe sconfinare nelle condotte vietate dalla disciplina concernente gli abusi di mercati.

Le operazioni poste in essere dagli *high frequency traders*, soprattutto con riguardo ai fondi di investimento e ai fondi pensione, quotidianamente risultano in grado di danneggiare gli operatori economici. Difatti, se il fondo tenta di acquisire un titolo in borsa, il *trader* ad alta frequenza, attraverso l'uso di specifiche tecniche (*pinging, smoking, flash trading*) riesce a individuare istantaneamente l'ordine e a comprare per primo, così da poter rivendere subito dopo il titolo al fondo a un prezzo maggiore³⁷². Ciò incide significativamente sul fatturato annuo del fondo ed è in grado di provocare una serie di esternalità negative, il cui peso non è da sottovalutare. Si ha riguardo, ad esempio, alla distorsione dei mercati, nonché alla perdita di fiducia con riguardo agli stessi. La rilevante redditività delle pratiche di *trading* ad alta frequenza è difatti in grado di causare significative distorsioni nell'allocazione delle risorse e nel mercato in generale.

Ne deriva una situazione di netto contrasto tra quanti rinvergono nella negoziazione ad alta frequenza un fenomeno positivo e quanti invece

³⁷¹ Ad esempio con riguardo al funzionamento delle *trading venues*.

³⁷² Siffatte operazioni sono definite dagli *high frequency traders* come *dumb money*, soldi sicuri a fronte di un rischio inesistente.

forniscono della stessa una connotazione prettamente negativa. Il dibattito è oggi più che mai vivo.

Certamente, il fatto che, in pochissime frazioni di secondo, si riversino sui mercati migliaia di operazioni realizzate da algoritmi, con significative conseguenze sulla liquidità e sul processo di formazione dei prezzi, pone al legislatore importanti problemi e sfide.

Sul piano della risposta normativa, a livello europeo, si è tentato di regolamentare il fenomeno descritto mediante la direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e il citato regolamento UE n. 596/2014 (MAR), all'interno del quale si afferma che è considerata manipolazione di mercato «l'inoltro di ordini in una sede di negoziazione che crea, o è probabile che crei, un segnale falso e fuorviante, in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario». Certo, l'utilizzazione del termine probabile, senza la fornitura di alcun criterio operativo che garantisca l'accertamento dell'operazione, è fortemente criticabile.

Di poi, la MiFID II contiene al proprio interno disposizioni stringenti per gli *high frequency traders*. Si ha riguardo a una serie di regole di comportamento volte a rendere le operazioni poste in essere dagli stessi più corrette e meno pericolose, così da superare non solo il rischio di un'eventuale sanzione ma anche quello reputazionale strettamente connesso.

Conformemente a quanto già disposto dalla Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) il 24 febbraio 2012³⁷³, all'interno della direttiva del 2014 sono state altresì fissate le regole e i principi di riferimento per le imprese di investimento che operano all'interno di un ambiente di negoziazione automatizzato. Sono state delineate le norme comportamentali delle imprese che utilizzano algoritmi di negoziazione per implementare le strategie di c.d.

³⁷³ ESMA/2012/122, *guidelines on "systems and controls in an automated trading environment for trading platforms, investment firms and competent authorities"*.

market making, imponendo il rispetto di determinati requisiti per lo svolgimento della propria attività. In particolare, quest'ultima non può che essere svolta in modo continuativo all'interno di una determinata fascia dell'orario di negoziazione³⁷⁴ – in maniera tale da garantire liquidità a condizioni regolari e prevedibili –, in forza di un accordo sottoscritto con la sede di negoziazione che imponga la sottoposizione a precisi obblighi e il cui rispetto sia garantito da efficaci sistemi di controllo.

Qualora l'attività di negoziazione venga posta in essere da intermediari, questi sono vincolati al rispetto di specifici obblighi di informazione in merito alla stessa nei confronti dell'Autorità di vigilanza e sono tenuti ad adeguati ed efficienti controlli relativamente ai sistemi di negoziazione e ai possibili rischi connessi. Stesso discorso vale nel caso in cui gli intermediari forniscano l'accesso elettronico diretto a una sede di negoziazione³⁷⁵.

Si ha riguardo però solo a primordiali tentativi di regolamentazione, che necessitano di un più attento approfondimento e di una maggiore specificazione. Stante la possibile diffusione del fenomeno nel prossimo futuro, occorre che l'ordinamento giuridico anzitutto si interfacci ad esso con un rinnovato senso critico, dapprima comprendendolo e successivamente regolamentandolo. Affinché la tecnologia diventi un vantaggio per l'intero mercato finanziario, e non solo per pochi soggetti altamente qualificati, è necessario che il legislatore, insieme alle Autorità di vigilanza, ponga in essere, quanto prima, un considerevole mutamento di prospettiva. Esso risulta indispensabile per la realizzazione di un sistema operativo più trasparente e garantista. Occorrerà, a tal fine, che siano riviste le tradizionali disposizioni in materia di responsabilità, concorrenza e vigilanza. Non si potrà prescindere altresì da una rinnovata considerazione dei principi generali posti a tutela dei

³⁷⁴ A meno che non si abbia riguardo a condizioni eccezionali di mercato.

³⁷⁵ *Direct electronic access*.

dati di ciascuna persona che, intanto, non ha altro mezzo per tutelarsi se non la propria conoscenza del fenomeno. Siffatta conoscenza deve anzitutto originare dalla consapevolezza che ogni dato inserito e condiviso nel mondo digitale può essere usato per la creazione di algoritmi finanziari sempre più sofisticati.

Il rapporto tra tecnologia e regolamentazione deve essere dunque ancora largamente definito. Le modalità in cui ciò avverrà giocheranno inevitabilmente un ruolo fondamentale nella definizione del futuro orizzonte delle società democratiche.

4. *Mirror, copy e social trading*

Dal momento in cui vi è stata una ingente diffusione del *trading* nel *world wild web*, i forum di *trading* presenti sulle piattaforme *online* hanno visto crescere il numero dei propri partecipanti, impegnati in un continuo scambio di conoscenze e opinioni mediante recensioni di *trading online*. Attraverso l'adesione a tali forum è infatti possibile analizzare i trend di mercato, accrescere il proprio bagaglio informativo, aggiornarsi costantemente e fare pratica. Tra di essi, particolare importanza hanno acquistato gli *on-line bulletin boards* (BBs), che rappresentano un luogo di incontro sempre più popolare tra gli investitori³⁷⁶ che abbiano interesse allo scambio di informazioni di carattere finanziario. Attraverso la frequentazione di questi ambienti virtuali è infatti possibile venire in possesso e condividere uno sconfinato patrimonio di esperienze, idee e contributi³⁷⁷ e avere contezza, altresì, delle nuove modalità di svolgimento del *trading online* affermatasi nel corso degli ultimi anni.

³⁷⁶ Si evidenzia, al riguardo, che nell'ordinamento italiano non risulta oggi l'esistenza di circuiti di contrattazione che si avvalgano dei BBs. Tuttavia, non sono mancate interessanti proposte da esponenti della dottrina italiana più sensibili, finalizzate allo sfruttamento di questa preziosa risorsa di Internet.

³⁷⁷ Alla tradizionale funzione di *information sarin* si è però da qualche tempo aggiunta, con risultati addetti da alterne fortune e con una diffusione, comunque, estremamente limitata,

Si ha riguardo, in particolare, a quei fenomeni che sono nati l'uno dopo l'altro a partire dall'inizio del nostro secolo. Tra questi, particolare attenzione meritano il *mirror trading*, il *copy trading* e il *social trading*. Per poterne comprendere le funzioni e le modalità operative, occorre dapprima esaminarli singolarmente e successivamente confrontarli tra loro.

Relativamente al primo, per *mirror trading* si intende una specifica forma di *trading* caratterizzata dal fatto che le operazioni poste in essere da un determinato operatore vengono copiate automaticamente da un altro operante nel mercato di riferimento³⁷⁸. Trattasi di una tecnica di negoziazione la cui finalità consiste nel permettere agli investitori non muniti di competenze in ambito finanziario di replicare le strategie di investimento e i relativi segnali operativi realizzati da un soggetto terzo in maniera automatica e immediata.

Secondo gli esperti del settore, il *mirror trading* costituisce il punto di incontro tra l'attività di negoziazione di strumenti finanziari *online* e il c.d. *social trading*, il quale non è altro che una nuova modalità operativa consistente nello scambio di opinioni e strategie di mercato tra gli utilizzatori di una medesima piattaforma³⁷⁹. Tale interazione avviene mediante lo sfruttamento delle potenzialità proprie dei canali di comunicazione dei diversi *social network* e delle varie *community online* che consentono la divulgazione delle strategie di mercato elaborate da *trader* esperti. Tutto avviene in forma assolutamente libera

quella di supporto ad un circuito di scambio di strumenti finanziari: il BBs diventa, in questo caso, latore non di messaggi relativi ad informazioni, ma di proposte di acquisto (*ask*), di vendita (*bid*) e di scambio: non si tratterebbe, in effetti, di un mercato indipendente – essendo infatti contraddistinto da un meccanismo passivo di formazione dei prezzi, basato cioè sulle condizioni di prezzo che si formano su un mercato principale di riferimento – ma rappresenterebbe comunque un *alternative trading system*, in cui chi cerca di comprare e chi cerca di vendere (quasi sempre investitori *retail*, dato che gli investitori istituzionali privilegiano altri canali) può leggere le proposte più interessanti, le condizioni degli ultimi contratti stipulati, per poi procedere come si è detto, alla negoziazione privata: Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail* distribuite via internet, Cedam, 2003, p. 254 ss.

³⁷⁸ *Mirror* difatti significa specchio e l'operazione descritta ricorda proprio tale oggetto.

³⁷⁹ Caratteristica distintiva del *social trading* è l'interazione personale, che tende a mancare nel *copy trading* ed è totalmente assente nel *mirror trading*.

all'interno delle diverse *community*, sebbene a volte si riscontri una divisione in classi, volta a evitare che *trader* più preparati e noti vengano presi d'assalto.

Alla base di tale tecnica di negoziazione vi sono due principi cardine: il c.d. principio del valore dell'intelligenza collettiva³⁸⁰ – il quale garantisce che le strategie di investimento vengano messe a punto e condivise da più soggetti – e il c.d. principio della economia della reputazione, in forza del quale l'aumento o la diminuzione dell'affidabilità di un *trader* varia sulla base dei risultati ottenuti. Invece, il *copy trading* è un'operazione che consente agli operatori del mercato di copiare le posizioni di un altro *trader* e di creare un collegamento tra il portafoglio di quest'ultimo e una parte del proprio. Ciò permette di impostare in modo automatico un'istruzione di copia di tutte o alcune solo delle attività poste in essere dal *trader* scelto come riferimento, in modo da poterne condividere i guadagni così come le perdite. Occorre però rilevare che non si ha quasi mai riguardo a un collegamento totale, essendo rimessa alla volontà del soggetto che imposta il legame col *trader* la possibilità di propendere per il mantenimento di una propria autonomia nella chiusura delle posizioni, nella previsione di livelli di rischio³⁸¹ e nella scelta delle modalità di frazionamento del rischio relativo al proprio portafoglio. Inoltre, è possibile individuare preventivamente i mercati in cui operare, stabilendo all'interno degli stessi una specifica proporzione tra l'importo che viene negoziato dal *trader* e la propria esposizione, nonché una determinata percentuale da devolvere, nel caso di vincita, all'esperto di riferimento.

Di poi, oltre alla possibilità di stabilire un tetto massimo e minimo di guadagno, quasi sempre si può ricorrere a una particolare misura di salvaguardia finalizzata a tutelare il capitale investito nel caso di andamento dei mercati contrario alle aspettative iniziali. Essa, nota come *stop loss*, è attualmente uno

³⁸⁰ Levy Pierre, *L'intelligenza collettiva: per un'antropologia del cyberspazio*, Feltrinelli, 1996.

³⁸¹ Basso, medio e alto.

dei migliori strumenti di *money management* in grado di ridurre ai minimi le possibili perdite di valore di una particolare posizione, soprattutto allorquando le stesse siano causate da un errore del *trader* seguito.

Per quanto detto, appare possibile affermare che il *copy trading* sia meno alienante rispetto al *mirror trading*, poiché l'operatore è titolare del pieno potere di individuare liberamente il soggetto al quale affidarsi, ritenendolo meritevole di assumere la veste di propria guida³⁸². Vi è dunque un elemento spiccatamente psicologico che prevale in tale forma di *trading*, da molti definita come un *mirror* dal volto umano.

Tale tipologia di *trading* sta diventando sempre più diffusa e c'è chi la riconduce a una operazione di investimento direttamente sui *trader* piuttosto che in azioni, essendo l'utente focalizzato nella propria scelta non già sulle differenti modalità operative da preferire, quanto sull'individuazione degli investitori con maggiore probabilità di successo.

Siffatte attività sono del tutto simili a quelle svolte dagli intermediari tradizionali e, come tali, sono sottoposte alla regolamentazione del settore e alla vigilanza della competente Autorità nazionale garante dei mercati. In Italia, questo compito è affidato alla Consob che, in considerazione di un'affermazione sempre più calzante di tali forme di esecuzione del *trading online*, è intervenuta nel luglio del 2012³⁸³ per definire in maniera chiara il fenomeno del *mirror trading*. In particolare, si è anzitutto preoccupata di fornire dello stesso una nozione precisa, qualificandolo come la forma di *trading* consistente nella esecuzione automatica di ordini di vendita e di acquisto di strumenti

³⁸² La scelta avviene di solito sulla base di una serie di criteri di ricerca: il numero dei seguaci del *trader*, il mercato all'interno del quale solitamente opera, il grado di diversificazione, ma soprattutto i guadagni medi dello stesso e i *feedback* rilasciati da altri utenti.

³⁸³ Comunicazione CONSOB n. DIS/DIN/DTC/12062946 del 26 luglio 2012.

finanziari³⁸⁴ selezionati dal cliente all'interno di liste presenti *online* e accessibili al pubblico.

La scelta effettuata dal fruitore del servizio è posta in essere sulla base di proposte effettuate da terzi esperti del settore qualificati come fornitori di segnali, rispetto ai quali viene rilasciata dal cliente apposita autorizzazione a operare. Ciò rende possibile una automatica esecuzione degli ordini in forza delle disposizioni rilasciate dai fornitori ogniqualvolta essi giungano a conoscenza dell'intermediario, senza bisogno di alcuna ulteriore attività. Grava difatti solo sull'intermediario, prestatore del servizio di esecuzione di ordini, il dovere di traduzione automatica dei segnali operativi forniti dagli esperti in ordini dispositivi per i clienti, gravanti sui relativi patrimoni. A tal fine è però necessario il conferimento di un mandato che non solo lo abiliti in tal senso ma che, soprattutto, individui preventivamente, ove ciò corrisponda alla effettiva volontà dell'investitore, le specifiche strategie di *trading* da replicare, non essendo prevista la possibilità di autorizzare di volta in volta il singolo ordine di acquisto o di vendita.

Per quanto detto, sia a livello comunitario che all'interno dei diversi Stati Membri, l'attività prestata dall'intermediario che dà esecuzione automatica ai segnali di *trading*, è stata qualificata come prestazione di un servizio di gestione su base discrezionale e individualizzata di portafogli di investimento³⁸⁵. Da ciò è scaturito il vantaggio per gli investitori di poter operare in un contesto legislativo propenso a una reale tutela nei confronti degli stessi.

Sicuramente, il *mirror trading*, così come il servizio di negoziazione algoritmica, necessita della condivisione di sistemi operativi in grado di garantire l'elaborazione in tempo reale dei dati di mercato, per poter automaticamente generare segnali e impulsi di *trading*. Sicché, non possono che essere attratte

³⁸⁴ Noti come segnali di *trading*.

³⁸⁵ Comunicazione CONSOB del 26 luglio 2012; in senso conforme: documento ESMA del 22 giugno 2012 "*MiFID, Question and Answers - Investor Protection & Intermediaries*".

nell'ambito della negoziazione algoritmica tutte quelle piattaforme e infrastrutture proprie della particolare forma di *trading online* illustrata, qualora le stesse risultino riconducibili a protocolli algoritmici di funzionamento.

Tuttavia, non manca oggi la voce di quanti continuano a interrogarsi sulla effettiva natura giuridica del fenomeno descritto, non essendo ancora chiara quale sia la corretta qualificazione da attribuirsi alla operazione economica che l'investitore intende realizzare nel momento in cui chiede l'attivazione di un servizio di *mirroring* a un intermediario autorizzato. Si ha riguardo, difatti, a un interessante interrogativo di non semplice soluzione, strettamente connesso con il dibattito sorto in merito all'evoluzione del concetto tradizionale di causa³⁸⁶. Difatti, qualora l'operazione economica coincida con la volontà del cliente di trarre beneficio da un servizio indissolubilmente legato a quello di esecuzione dei singoli ordini, si potrà parlare pacificamente di un servizio di gestione di portafogli³⁸⁷. Se, invece, l'operazione corrisponde alla diversa volontà di beneficiare di sistemi in grado di eseguire una copia in tempo reale di specifiche strategie di *trading*, essa dovrà collocarsi all'interno dei servizi esecutivi. Di conseguenza, il rapporto che si instaurerà tra cliente e intermediario scelto non potrà che essere qualificato come un vero e proprio contratto di negoziazione.

Ne deriva che, ai fini di una esatta riqualificazione dei fenomeni di *trading online* che stanno innovando il settore finanziario, occorre abbandonare l'idea di una necessaria categorizzazione e classificazione di tali realtà, onde evitare di trascurare la reale dimensione operativa e la funzionalità giuridica della stessa e

³⁸⁶ Betti Emilio, *Causa del negozio giuridico*, in *Novissimo Digesto Italiano*, III, Torino, 1957, p. 32 ss.; Ferri Giovanni B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 251 ss.; Alpa Guido, *L'uso giurisprudenziale della causa del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, II, p. 1 ss.; Cataudella Antonino, *I contratti. Parte generale*, Torino 2000, p. 187 ss.; Roppo Vincenzo, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. Dir. Civ.*, 4/2013, p. 957 ss.; Bianca Cesare M., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 2 ss.

³⁸⁷ Cfr. Corte di Giustizia dell'Unione europea, sentenza n. C-44/11 del 19 luglio 2012.

di sottovalutare il costante mutamento cui è sottoposto il contesto giuridico ed economico di riferimento.

5. Punti di forza e svantaggi della negoziazione algoritmica. Profili di responsabilità civile

I progressi della tecnologia informatica hanno modificato la struttura dei mercati mobiliari e il modo in cui vengono trattate le negoziazioni transfrontaliere, il cui drammatico aumento ne ha reso necessaria una più rapida esecuzione. Si è avvertito altresì il bisogno di un sistema idoneo a garantire certezza ai trasferimenti di partecipazioni in titoli realizzati senza riferimento al possesso fisico dei certificati³⁸⁸.

La frammentazione dei mercati³⁸⁹, causata dalla presenza di molteplici sedi e modalità di negoziazione, ha condotto i diversi operatori a impiegare

³⁸⁸ Attualmente, la maggior parte dei titoli negoziati in borsa sono detenuti in forma dematerializzata, in cui il titolo è evidenziato da registrazioni informatiche o elettroniche in un sistema gestito dall'emittente o da un conservatore che agisce per conto dell'emittente. Questi sistemi di detenzione indiretta spesso coinvolgono più livelli di intermediari tra l'emittente e l'investitore, impedendo così il possesso fisico e la consegna di titoli in forma certificata. Altre caratteristiche importanti sono il fatto che le partecipazioni in valori mobiliari si riflettono sui libri contabili di vari intermediari e depositari, i trasferimenti sono effettuati tramite iscrizione contabile elettronica e la necessità di trasferire gli strumenti in cui sono detenute le partecipazioni raramente sorge la necessità di trasferire gli strumenti in cui sono detenute le partecipazioni. Ad esempio, Euroclear è un sistema di partecipazione indiretta, con sede in Belgio, che coinvolge una rete di 2.400 istituti finanziari partecipanti e intermediari in tutta Europa che effettuano transazioni transfrontaliere di titoli: Alexander Kern, *Private law approaches to enhancing financial stability: the Hague convention on indirectly held securities and European union collateral directive*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 121 ss.

³⁸⁹ I primi ostacoli cui è chiamato a fare i conti chiunque voglia inquadrare tale nuovo fenomeno, sono anzitutto di carattere concettuale e lessicale. Difatti, in letteratura e persino in documenti ufficiali, molteplici espressioni sono state usate in modo confuso e contraddittorio per definire i nuovi modelli finanziari: *alternative* (o anche *automated*) *trading systems* (ATSs), *automated trade matching systems* (ATMSs), *electronic communications networks* (ECNs), o *bulletin boards* (BBs). Sino ad oggi, l'assenza di una autorevole previsione idonea a liberare il campo da queste irrisolte questioni interpretative, si è fatta sentire. In particolare, rilevanti problemi sono stati rilevati nei c.d. mercati *over-the-counter* (OTC), mercati non regolamentati, in quanto non sottoposti al controllo di un'autorità di regolamentazione. Questi mercati – che rappresentano

infrastrutture tecnologiche in grado di garantire ai propri clienti di poter accedere al prezzo di contrattazione più conveniente all'interno del singolo mercato.

L'utilizzo dei nuovi sistemi operativi descritti è oggi ampiamente diffuso tra i c.d. *hedge fund*, fondi altamente speculativi³⁹⁰. Ma non solo. Difatti, esso sta

solo una delle molteplici direzioni di trasformazione strutturale verso cui, per effetto dell'innovazione tecnologica, stanno evolvendo le borse – sorgono ogniqualvolta un soggetto eserciti attività telematiche atte ad agevolare il libero scambio di strumenti finanziari. La distinzione più ricorrente (e meno controversa) all'interno di questi mercati, è peraltro quella tra *alternative trading systems* (o *broker-dealer trading systems* BDTs) e *proprietary trading systems* (PTSs, o *broker-run* ATs). Entrambi gestiscono sistemi automatizzati di scambio di strumenti finanziari secondo regole che consentono il perfezionamento di contratti irrevocabili, ma mentre i primi possono essere considerati borse telematiche *profit oriented* specializzate nel produrre il solo servizio di negoziazione – e non invece quelli corrispondenti di quotazione e regolamento, trattando in genere titoli quotati in altri mercati – i PTS corrispondono a forme di organizzazione gestite dallo stesso emittente i valori trattati: rappresentano, in sostanza, una formula cui di frequente ricorrono le banche e gli enti finanziari che emettano titoli o obbligazioni non quotate e che intendono offrire ai propri sottoscrittori un mercato secondario per la contrattazione dei propri strumenti. Ma aldilà di queste descrizioni alquanto approssimative, e invero non del tutto necessarie per chi si appresti a riprendere una panoramica delle sole fenomenologie *retail* e *Internet-based*, resta il fatto, indiscusso, che l'impiego di questi sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati, sta determinando profondi cambiamenti nelle caratteristiche e nelle modalità di offerta dei prodotti e dei servizi finanziari, nei sistemi di contrattazione e nella struttura dei mercati. Tra i numerosi effetti positivi di grande rilevanza e di agevole catalogazione recati da tale processo di innovazione, si segnalano la riduzione dei costi di contrattazione, la velocità di negoziazione, la possibilità di operare anche al di fuori dei normali orari di Borsa, l'ampliamento della gamma di prodotti e dei servizi offerti, l'aumento della competizione e della specializzazione dei mercati e degli intermediari, l'anonimato: Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail* distribuite via internet, Cedam, 2003, p. 230.

³⁹⁰ Il proliferare di nuovi strumenti finanziari - un'espressione sottotitolata "finanza creativa" - a fini puramente speculativi, in assenza di una regolamentazione efficace a livello nazionale e internazionale nel recente passato, ha promosso la crescita esponenziale dei rischi sistemici soprattutto per le banche e le altre istituzioni finanziarie. Gli investitori individuali originari sono stati sostituiti da nuovi investitori istituzionali. Infatti, entrambi i gruppi di investitori hanno operato sia con mezzi finanziari propri che con enormi masse di capitale messo a disposizione da terzi, e hanno investito queste risorse non solo in titoli convenzionali (come lepri, obbligazioni o opzioni) negoziati in tutti i mercati regolamentati del mondo, ma anche in strumenti finanziari innovativi non negoziati in borsa e, come tali, del tutto privi di trasparenza e persino di affidabilità. Tra i nuovi operatori finanziari, oltre ai fondi comuni d'investimento convenzionali già operativi da decenni, sono entrati in campo finanziario i cosiddetti *hedge fund*. L'espressione si riferisce ad una multiforme categoria di fondi comuni d'investimento, compresi quelli caratterizzati da investimenti altamente speculativi e quelli con una propensione al rischio ancora più bassa di quella di un piccolo investitore conservatore, grazie all'enorme massa di patrimonio gestito e allo sviluppo e all'utilizzo di sofisticati schemi in grado di ridurre

aumentando a vista d'occhio anche all'interno degli istituti di credito e delle tradizionali case di investimento³⁹¹. Ma neppure ne sono rimasti fuori i piccoli investitori che, col tempo, sempre più frequentemente hanno potuto ricorrere a questo nuovo modo di gestione dei propri risparmi mediante sistemi automatizzati di consulenza e investimento³⁹².

Il fenomeno sta prendendo piede anche in Europa e, in particolare, in Italia, costituendo una reale minaccia per l'industria del risparmio gestito. Secondo attuali stime esso proseguirà nei prossimi anni a ritmo sempre più veloce, sino a giungere a cifre significative³⁹³.

Per addivenire a siffatti risultati si è resa necessaria una concreta ottimizzazione delle potenzialità proprie degli algoritmi, con ricadute di non poco conto, non solo di carattere positivo ma anche negativo. Difatti, l'avvento della nuova era tecnologica descritta, che ha travolto il mondo della finanza, ha portato con sé nuove opportunità di *business* e guadagno, spiragli di potenziali vantaggi e di significative opportunità, produttive però – come già precedentemente mostrato – anche di possibili rischi. In riferimento a questi ultimi, occorre anzitutto evidenziare che soprattutto la mancanza di una adeguata conoscenza del fenomeno risulta potenzialmente causativa di una eccessiva esposizione del

i rischi associati a qualsiasi tipo di investimento finanziario: Santa Maria Alberto, *European Economic Law*, Fourth edition, Wolters Kluwer, 2019, p. 327 ss.

³⁹¹Manuel Pincetti, *director monitor Deloitte*, ha al riguardo dichiarato che «i grandi nomi della finanza americana e britannica come Goldman Sachs o Jp Morgan sono in prima linea nell'automazione dei processi di investimento. Nelle loro sale operative compaiono sempre più computer che, via via, prendono il posto dei broker in carne e ossa. Da noi in Italia, invece, questo fenomeno è ancora agli inizi».

³⁹² *Robo investing* o *robo advisor*.

³⁹³ Sulla base dello studio realizzato da Deloitte, tale crescita potrebbe difatti giungere nel nostro paese già nel 2020 ai 10-15 miliardi. Tuttavia, secondo quanto dichiarato da Manuel Pincetti, «si tratta però di numeri ancora piccoli se confrontati con la ricchezza finanziaria delle famiglie italiane che arriva a 9 mila miliardi di euro. Vuol dire che il fenomeno Robo Advisory, anche se sicuramente significativo, potrebbe rimanere limitato».

trader operante sul mercato a non pochi pericoli durante le contrattazioni che non devono essere sottovalutati, onde evitare di incorrere in ingenti perdite³⁹⁴.

Certamente, assai significative, se non addirittura per certi versi dirompenti, risultano le opportunità che possono nascere dallo sfruttamento della rete delle reti come infrastruttura comunicativa e tecnologica della finanza mobiliare. Ed è soprattutto con riguardo a tale area che Internet si atteggia come un mezzo idoneo a imporre ai diversi attori del mercato una revisione delle proprie strategie operative. Si ha riguardo a una tra le evoluzioni più significative della storia delle telecomunicazioni, avendo l'utilizzo del web reso maggiormente fruibili strumenti operativi e d'analisi difficilmente alla portata dei clienti *retail* in altro modo. Indiscutibilmente, si tratta dunque di un immenso ventaglio di possibilità³⁹⁵.

Tuttavia, non ci si deve dimenticare che ogni progresso tecnologico implica, insieme a potenziali benefici e miglioramenti, anche possibili pericoli per persone e beni, almeno nella fase iniziale. Occorre che, chi trae benefici dal raggiungimento di nuovi risultati, riesca altresì ad accettare la coesistenza di tali rischi, munendosi dei mezzi necessari per scongiurarli. A tal fine, è necessario anzitutto evidenziare che l'impiego della tecnologia robotica potrebbe aprire alla considerazione, in serie di profilazione, di una serie infinita di dati e informazioni relative alle componenti emotive del soggetto investitore, che

³⁹⁴ Salerno Maria Elena, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MIFID 2.: problemi di enforcement della disciplina*, in *Regole e Mercato*, a cura di M. Mancini, A. Paciello, V. Santoro e P. Valensise, Giappichelli, Torino, 2016, p. 427 ss.

³⁹⁵ La questione si fa poi tanto più importante se solo si pensa che la finanza virtuale, innescando un effetto moltiplicatore sulla vivacità speculativa, pur negli alti e bassi tipici della vicende congiunturali, sta già determinando ricadute importanti sull'intero sistema delle contrattazioni e, in definitiva, della stessa economia. In effetti, preso atto che i servizi finanziari realizzano già oggi mediamente il 6% del PIL dell'UE e rappresentano uno dei settori in cui grazie alla integrazione dei mercati esistono in Europa grandi potenzialità di crescita, Internet può davvero costituire uno straordinario vettore di sviluppo e di crescita. Si tratta perciò di un mercato particolarmente importante nel tessuto economico complessivo a cui i principali attori economici guardano con sempre maggiore interesse: Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail distribuite via internet*, Cedam, 2003, p. 5.

dovrebbero svolgere un ruolo fondamentale nelle strategie di investimento. Così, si otterrebbe il risultato di individuare la scelta ottimale su tutti i profili, ben oltre gli adempimenti formali, spesso non troppo utili, richiesti dalla regolazione in ambito finanziario, realizzando in concreto la direttiva dell'agire nell'effettivo interesse del cliente. Al contempo, si eviterebbe di ricadere nella situazione di totale spersonalizzazione temuta.

Inoltre, l'utilizzo di tale tecnologia rende sicuramente minore il costo dei processi di investimento e significativo è il conseguente risparmio che ne deriva in termini di vantaggio per il cliente. A ciò però fa da contrappeso il fatto che il *trading* algoritmico non riesce oggi ad assicurare guadagni sicuri e certi. I *robot* non risultano infatti in grado di assicurare adeguato riparo da possibili crolli e danni.

Di poi, neppure è stato messo a punto un meccanismo automatico di correzione degli errori di programmazione o di adeguamento in tempo reale al mutamento delle fasi di mercato differenti rispetto a quelle di partenza. Ne deriva che i sistemi operativi predisposti non sono ancora pronti a lavorare costantemente in assoluta autonomia, necessitando di un costante monitoraggio e aggiornamento ad opera dell'uomo.

Inoltre, cosa ancora più rilevante, molteplici risultano i comportamenti illeciti che possono essere posti in essere da *trader* super veloci in grado di manipolare il mercato, sfruttando la potenza degli algoritmi. Si pensi, tra i tanti, ai c.d. *spoofing scheme*, *pinging* e *quote stuffing*. Essi meritano, senz'ombra di dubbio, un approfondimento.

Lo *spoofing scheme* consiste in una complessa operazione realizzata mediante piattaforme computerizzate volta all'immissione sul mercato di un'ampia gamma di proposte di negoziazione, al fine di far circolare false informazioni che orientino le contrattazioni, fuorviando i singoli utenti. Il *pinging* corrisponde invece a un'attività posta in essere col solo obiettivo di immettere sul mercato

non già fittizie informazioni bensì una raffica di ordini – che non si intende eseguire – al fine di indurre gli altri *trader* ad attivare una reazione e svelare le singole strategie.

Infine, il *quote stuffing* si verifica allorquando, mediante migliaia di offerte di compravendita, si sovraccarica il mercato, condizionando in tal modo le condotte altrui.

Comportamenti di siffatta specie si verificano ormai sempre più frequentemente ma è già da tempo che essi sono noti al legislatore, in particolare a quello comunitario, che ha cercato di farvi fronte con l'adozione di specifiche misure. Basti considerare, a titolo esemplificativo, l'avvenuta determinazione di efficaci sanzioni da applicare nei confronti di ogni intermediario che, dotato di una particolare velocità, travalichi un limite soglia fissato tra le proposte ritirate e le proposte eseguite³⁹⁶.

Trattasi di disposizioni particolarmente rilevanti se si pensa che sempre più diffusi risultano oggi gli episodi di manipolazione, tra l'altro in così rapida proliferazione che nella direttiva MAR ne sono state individuate le possibili differenti tipologie. Il problema concerne però soprattutto la prova in giudizio, sicché ancora pochi risultano oggi i casi portati all'attenzione delle Autorità giudiziarie dei diversi Stati membri. Difatti, non è affatto semplice per il ricorrente che decide di agire in giudizio per l'accertamento della responsabilità del *trader*, provare il dolo dello stesso, nonostante, paradossalmente, risulti al contempo molto semplice il riconoscimento delle attività di *spoofing* ad opera dei *monitor* di Borsa.

Né tali operazioni potenzialmente lesive dell'altrui persona risultano isolate.

Molteplici sono infatti le possibili forme di sfruttamento illecito degli algoritmi che possono essere realizzate al fine di manipolare le informazioni circolanti sul mercato e le Borse stesse. Si pensi al recente caso di spionaggio subito dalla

³⁹⁶ *Order to book ratio*.

Codan, impresa che opera nel campo delle tecnologie per le comunicazioni, la ricerca e l'esplorazione mineraria. Proprio grazie a tale ultima attività, la società australiana ha realizzato nel corso del tempo ingenti guadagni, facendo di un *metal detector* impiegato per il rinvenimento di minerali il proprio prodotto di punta. Tuttavia, è proprio con riguardo a quest'ultimo che è stato d'improvviso registrato un drastico calo nelle vendite, causato – come poi scoperto – dalla immissione sul mercato di un'imitazione notevolmente più economica, seppur di bassa qualità, venduta soprattutto in Africa, primo tra i mercati di minerali fra i Paesi emergenti. La scoperta ha azionato l'immediato intervento dell'ASIO³⁹⁷, l'Autorità per la sicurezza delle imprese australiane, la quale ha scoperto che l'avvenuta attività illegale perpetrata a danno della Codan era stata posta in essere allorché uno dei propri responsabili commerciali si era connesso alla rete Wifi di un albergo cinese, permettendo così a un applicativo di accedere ai dati presenti sul proprio dispositivo e rubare gli schemi del *metal detector*³⁹⁸. La truffa perpetrata ai danni della società australiana ha costretto la Codan ad abbassare il prezzo di vendita del proprio prodotto, subendo così gravi perdite.

Si ha riguardo, purtroppo, a solo uno fra i tanti casi di *cyber* attacco posti in essere nei confronti di società che operano in campo internazionale. Si tratta dunque di un episodio non isolato, nonostante si sia registrato un aumento delle misure di sicurezza predisposte – in particolar modo negli ultimi anni – al fine di prevenire il verificarsi di tali fenomeni³⁹⁹. In Europa, è stata al riguardo

³⁹⁷ Australian Security Intelligence Organization.

³⁹⁸ I responsabili della truffa posta in essere in Cina sono pertanto stati arrestati, ma è stato altresì scoperto che la rete di contraffazione faceva capo a Dubai, sede di una grossa partita di *metal detector* contraffatti da smistare in Niger, Guinea e Sudan.

³⁹⁹ Negli Stati Uniti, al riguardo, la Securities and Exchange Commission (SEC), ente federale preposto alla vigilanza della borsa valori, ha avviato i programmi Midas e Net in grado di comprendere e contrastare, mediante un'attenta analisi dei dati, le possibili distorsioni del mercato.

emanata una direttiva sulla *Network and Information Security* (Nis)⁴⁰⁰ volta a introdurre norme e misure di sicurezza armonizzate per la *cyber security* nei settori vitali dell'economia e della società, e a favorire e incentivare la cooperazione tra Autorità al fine di fronteggiare gli incidenti *cyber*. Sicché, da molti⁴⁰¹, la tecnologia, è stata definita un efficiente meccanismo volto a realizzare la c.d. *new market manipulation*.

A tal proposito – spesso provocatoriamente – giuristi ed esperti del settore si sono interrogati circa la necessità di delineare a livello comunitario disposizioni specificamente dedicate a una nuova categoria di responsabilità, la c.d. responsabilità civile da algoritmo⁴⁰². Con una Risoluzione del 2017 in materia di robotica, il Parlamento europeo ha rilevato quanto la disciplina della responsabilità civile per danni prodotti da robot costituisca questione di primaria importanza. Essa merita di analisi e approfondimento, onde assicurare una maggiore certezza giuridica in tutto lo spazio europeo, con garanzia di un adeguato livello di trasparenza ed efficienza. Ciò risulta essenziale per l'interesse tanto di cittadini e consumatori, quanto delle imprese. A tal proposito, il Parlamento prende atto del fatto che lo sviluppo della tecnologia robotica necessita di una maggiore comprensione per giungere a individuare il terreno comune in cui poter efficacemente svolgere l'attività congiunta umano-robotica che dovrebbe fondarsi su due fondamentali relazioni, tra loro interdipendenti: la prevedibilità e la direzionalità. Esse risultano cruciali per l'identificazione delle informazioni che devono essere condivise tra uomo e macchina e di una idonea base comune atta allo svolgimento di un'azione congiunta tra gli stessi. Ritiene che il futuro strumento legislativo debba essere

⁴⁰⁰ Direttiva 2016/1148.

⁴⁰¹ Tra i tanti, Tom C.W. Lin, Professore di legge presso la *Temple University's Beasley School of Law*.

⁴⁰² Ruffolo Ugo, *Per i fondamenti di un diritto della robotica self-learning; dalla machinery produttiva all'auto driverless: verso una "responsabilità da algoritmo"?*, in *Atti del Convegno 29 novembre 2017-Università per stranieri di Perugia, Giuffrè, Milano, 2017*.

adottato sulla base di un'approfondita analisi ad opera della Commissione, che opti per l'approccio della responsabilità oggettiva o della gestione dei rischi. Sostiene al riguardo che, una volta individuati i soggetti responsabili in ultima istanza, la loro responsabilità non potrà che essere proporzionale all'effettivo livello di istruzioni date al robot e al livello di autonomia di quest'ultimo. Difatti, quanto maggiore risultano l'autonomia, la capacità di apprendimento e il periodo di formazione di un robot, tanto maggiore dovrebbe essere la responsabilità del relativo formatore. Osserva in particolare che, nell'individuazione della concreta responsabilità per il danno causato, le competenze acquisite in seguito al processo di formazione di un robot non dovrebbero essere confuse con le competenze che dipendono strettamente dalle sue abilità di autoapprendimento. Ritiene che, almeno per adesso, la responsabilità deve essere imputata a un essere umano e non a un robot. Rileva, tuttavia, che una soluzione al problema relativo alla responsabilità per il danno causato da robot sempre più autonomi, potrebbe consistere in un regime di assicurazione obbligatorio, simile a quello previsto per i veicoli a motore. Tuttavia, differentemente da quest'ultimo, il quale copre azioni o errori commessi da umani, l'assicurazione dei robot dovrebbe considerare ogni eventuale responsabilità lungo la catena⁴⁰³.

Ciò posto, in attesa in un chiaro intervento legislativo in materia che tenga conto di tali principi, è intanto possibile evidenziare che, con riguardo alla responsabilità civile per danni provocati da robot, la dottrina è divisa tra quanti l'hanno qualificata come una nuova categoria di danno da prodotto e quanti, invece, si sono interrogati circa il proprio fondamento, rinvenibile nelle disposizioni relative alla responsabilità per fatti illeciti (artt. 2043 e ss. c.c.).

⁴⁰³ Tali "Principi generali riguardanti lo sviluppo della robotica e dell'intelligenza artificiale per uso civile" sono cristallizzati nella Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017, punti 49 – 58.

Per quanto riguarda il primo orientamento, sicuramente, appare plausibile ritenere che i robot possano essere considerati quali prodotti rientranti nell'ambito di applicazione della direttiva 85/374/CEE del Consiglio del 25 luglio 1985, concernente il ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati Membri in materia di responsabilità per danno da prodotti difettosi. Ciò si evince già dalla definizione di prodotto data dall'art. 2 della direttiva europea, in forza del quale «per “prodotto” si intende ogni bene mobile, ad eccezione dei prodotti agricoli naturali e dei prodotti della caccia, anche se forma parte di un altro bene mobile o immobile». Si ha riguardo a una nozione ampia, comprensiva di qualsiasi tipo di prodotto, rispetto al quale il legislatore mira a garantire adeguati standard di sicurezza. Rientra all'interno di essa anche un *software*, che, seppur bene immateriale, può essere inteso come un prodotto incorporato nella struttura fisica del robot. Un robot intelligente è anche essenzialmente un *software* che viene introdotto in una struttura fisica in modo che possa essere considerato un prodotto. Trattasi dunque pur sempre di prodotti, seppur dotati di caratteristiche speciali. Ci si sente dunque di ammettere la possibile applicazione della normativa europea in materia, andando contro la voce di quanti, interrogatisi circa il fondamento della disciplina delle “cose da algoritmo”, hanno condiviso l'idea che nell'alveo della direttiva del 1985 non rientrino altro che i danni prodotti da difetti di fabbricazione del robot. Secondo i fautori di tale orientamento, ciò non è sufficiente per coprire i danni prodotti dalla nuova generazione di robot, i quali potrebbero essere astrattamente dotati di capacità di apprendimento e adattamento, causative di una certa imprevedibilità nei propri comportamenti. Tale tesi non merita accoglimento. Si ritiene, infatti, che si tratti pur sempre di una “imprevedibilità prevedibile”, essendo ogni ideatore dotato, anche nella predisposizione degli algoritmi più sofisticati, di un particolare *range* di predicibilità dell'operato del robot. Difatti, anche se i diversi *input* non esistono

al momento della creazione della macchina ma vengono acquisiti dalla stessa nel corso della propria vita, è indiscutibile che il processo matematico che collega gli stessi è comunque immesso dall'opera umana.

Sicchè, per superare l'incertezza normativa che ancora oggi regna sovrana, potrebbe essere opportuno includere esplicitamente i robot intelligenti nel concetto di prodotto di cui all'articolo 2 della direttiva europea, aggiungendo ad esempio un nuovo paragrafo, così da eliminare ogni dubbio al riguardo.

Tale pensiero, però, temo non venga condiviso da quanti ritengono che l'intelligenza artificiale, in quanto capace di autoapprendimento, debba trovare una propria disciplina all'interno delle norme concernenti la responsabilità del committente (artt. 2049 e ss. c.c.) e dei danni cagionati da animali (art. 2052 c.c.)⁴⁰⁴, sulla base di argomentazioni che non appaiono tuttavia persuasive.

Quale potrebbe essere, dunque, un'adeguata soluzione, idonea a far fronte alla difficile sfida posta dall'affermazione dei robot ai tradizionali sistemi di responsabilità civile? Ad avviso della scrivente, potrebbe essere dirimente una rivisitazione della direttiva sulla responsabilità del produttore, che tenga conto delle nuove esigenze sorte in seguito alla rapida evoluzione digitale e tecnologica. In particolare, tale modifica normativa dovrà tenere in considerazione la pluralità di soggetti astrattamente identificabili quali responsabili del danno arrecato a terzi e le necessità di una disciplina unitaria.

⁴⁰⁴ Esistono anche robot progettati con lo scopo specifico di emulare gli animali reali, sia nell'aspetto che nel comportamento. (...) Il robot a forma di animale più famoso al mondo è AIBO (*Artificial Intelligence roBOT*), sviluppato da Sony e disponibile sul mercato tra il 1999 e il 2006. La produzione è stata cessata nel 2006 a causa delle vendite insufficienti e degli elevati costi di produzione (circa \$ 2.500). AIBO ha la forma di un cane e può riprodurre molti comportamenti canini. (...) La responsabilità derivante dall'uso di un AIBO sembra ancora più simile alla responsabilità del proprietario di un animale ai sensi dell'articolo 2052, tanto più che questi nuovi strumenti di protezione dell'ambiente sono stati modificati. le capacità di adattamento e di apprendimento derivano direttamente dal tipo di programmazione effettuata dall'utente e può portare a comportamenti non programmati in dettaglio dal costruttore o da parte di chi li ha programmati in un certo modo: Boscarato Chiara, *Who is Responsible for a Robot's Actions? An initial examination of Italian Law within a European Perspective*, in van de Berg-Klaming, *Technologies on the Stand: Legale and Ethical Questions in Neurosciences and robotics*, Wolf, 2011, p. 393

Occorre, in particolare, che si riesca mediante la stessa non solo a dirimere i casi in cui il robot sia considerato alla stregua di un prodotto, ma anche quelli in cui lo stesso agisca come un agente, dotato di una significativa capacità di apprendimento e autonomia nelle decisioni. È indispensabile, per una compiuta disciplina, che si considerino le possibili conseguenze di tali capacità, le quali potrebbero concretizzarsi in comportamenti imprevedibili o inevitabili, idonei a interrompere il nesso di causalità tra la condotta del produttore e/o dell'utilizzatore del sistema di intelligenza artificiale e l'evento dannoso.

Qualificare correttamente tali fattispecie, dal punto di vista delle responsabilità, risulta certamente assai arduo: la cosa governata dall'algoritmo trova la sede della propria intelligenza in altro da sé e non nel proprio oggetto materiale. Inoltre, l'ideatore dell'algoritmo potrebbe essere potenzialmente diverso rispetto al produttore del bene che la incorpora. Ne discende la conseguente separazione tra il profilo dell'autore dell'intelligenza artificiale e il produttore del bene. Con riguardo a quest'ultimo, occorrerebbe prima di tutto una rivisitazione delle norme concernenti il danno da prodotti.

Probabilmente, spetterà anzitutto al giudice, su impulso della dottrina, riconoscere tutela alle situazioni descritte, attraverso un'interpretazione estensiva della normativa in tema di responsabilità del produttore. Difatti, è ormai prassi costante che il legislatore intervenga solo nel momento in cui la situazione giuridica sia già quasi compiutamente delineata dalla giurisprudenza, e probabilmente questo è un bene.

Sarà a tal fine necessaria una rimodulazione della responsabilità del proprietario della cosa dotata di intelligenza artificiale in un quadro di responsabilità solidale, nell'ottica di una politica di responsabilizzazione dell'utente rispetto all'oggetto che acquista e utilizza. Difatti, onde evitare una incontrollata diffusione sul mercato di beni dotati di intelligenza artificiale, un valido filtro potrebbe essere rinvenuto nella responsabilizzazione

dell'acquirente della cosa e nell'entità del risarcimento da comminare al produttore della stessa e al creatore dell'algoritmo.

La decisione di ascrivere la responsabilità al programmatore piuttosto che al produttore implica sicuramente importanti effetti sociali ed economici, avendosi comunque riguardo a soggetti che ricoprono un ruolo centrale nello sviluppo tecnologico.

Un'imputazione di responsabilità anche nei confronti dell'utente finale potrebbe senz'altro favorire l'affermazione di regole più chiare nella compravendita dei beni e l'individuazione di formule commerciali uniformi.

Tutto ciò potrebbe contribuire alla regolamentazione di un mercato ancora caratterizzato da contorni indefiniti e a tratti oscuri, all'interno del quale, come suggerito dal Parlamento europeo, una mitigazione dell'impatto conseguente al trasferimento del rischio di responsabilità su programmatori e produttori, potrebbe essere realizzato mediante l'attribuzione di un ruolo specifico alle assicurazioni. Queste ultime potrebbero infatti produrre incentivi allo sviluppo di nuove tecnologie maggiormente sicure, rispetto alle quali si potrebbero realizzare maggiori possibilità di successo di future adesioni.

Intanto, la soluzione che, nel quadro attuale, risulta prevalente, propende per una responsabilità di carattere oggettivo, con ruolo preminente assegnato all'accadimento in sé e con abbandono del principio della colpa. Al riguardo, nella risoluzione recante raccomandazioni alla Commissione, concernenti norme di diritto civile sulla robotica, si precisa che in siffatta ipotesi, il meccanismo per determinare la configurazione della responsabilità coincide con quello usato per i prodotti difettosi: «una semplice prova del danno avvenuto e l'individuazione di un nesso di causalità tra il funzionamento lesivo del robot e il danno subito dalla parte lesa» (punto 54).

Qualora invece si propendesse per il criterio della gestione del rischio, si opterebbe per un regime non imperniato sulla persona responsabile del danno,

quanto piuttosto sulla centralità della persona qualificata, in determinate circostanze, per la minimizzazione dei rischi e la gestione dell'impatto negativo. In particolare, i rischi cui si farebbe riferimento in tale ipotesi corrisponderebbero ai pericoli prodotti dalla rapida evoluzione tecnologica.

Pertanto, si evince da quanto detto che ancora grande è il peso attribuibile all'opera del giurista, il cui ruolo da protagonista potrebbe essere fatto valere anche nell'ambito della discussione concernente il *quantum* del risarcimento da accordare al soggetto leso dall'operazione posta in essere mediante l'uso di algoritmi. Sarebbe al riguardo fondamentale un dibattito costruttivo tra le diverse Corti europee in materia risarcitoria, che oggi stenta purtroppo a decollare.

A tal proposito, nella risoluzione del 2017 si evidenzia che il futuro strumento legislativo non dovrà in alcun modo limitare il tipo o l'entità dei danni risarcibili, né potrà porre una linea di demarcazione tra le diverse forme di risarcimento che possono offrirsi alla parte danneggiata, solo sulla base del fatto che il danno è provocato da un soggetto non umano. Si tratta di bisogni insormontabili, quale che sia la soluzione giuridica che risulterà predominante ai fini della disciplina della responsabilità civile per i danni causati dai robot.

Al riguardo, tra i soggetti che potranno agire per un eventuale risarcimento dei danni, non sono annoverati solo i consumatori, ma ogni potenziale utente danneggiato dall'uso o dalle prestazioni di un robot. Difatti, la risoluzione (n. 49) fa riferimento all'interesse tanto dei cittadini e dei consumatori quanto delle imprese.

Si consideri che i robot possono causare danni personali ma anche danni di carattere puramente patrimoniale. Essi possono derivare da un difetto di fabbricazione o di programmazione dei robot, dall'inadeguatezza dello stesso rispetto ai compiti affidatigli o dall'uso scorretto che del robot fa l'utente, e, ancora, dalla mancanza di informazioni sul suo funzionamento o dal

trasferimento di informazioni errate. Relativamente a tali danni causati dalla macchina, la risoluzione europea si limita solo a dettare le linee generali in materia di responsabilità civile, ma non tratta le diverse questioni in modo minuzioso. Così, ad esempio, non si esprime circa l'eventuale considerazione, nell'alveo dei danni personali da risarcire, anche del c.d. danno riflesso. Non dice, dunque, se, oltre alla persona inizialmente danneggiata, altre persone possano essere considerate tali, anche se in forma indiretta, e dunque risarcibili⁴⁰⁵.

Di poi, la Risoluzione neppure si pronuncia su eventuali clausole di esonero della responsabilità o sui soggetti responsabili del danno prodotto. Semplicemente – come già detto –, con riferimento a tale questione prevede che, nell'attuale quadro giuridico, i robot non possano essere ritenuti responsabili per propri atti ovvero omissioni causativi di danni a terzi. È invece contemplata solo la possibilità di attribuire tali danni a un agente umano (produttori, operatori, proprietari o utenti) che avrebbe potuto prevedere ed evitare il risultato dannoso.

Tuttavia, è nella stessa risoluzione che viene prospettata la possibilità di istituire «uno *status* giuridico specifico per i robot nel lungo termine, di modo che almeno i robot autonomi più sofisticati possano essere considerati come persone elettroniche responsabili di risarcire qualsiasi danno da loro causato, nonché eventualmente il riconoscimento della personalità elettronica dei robot che prendono decisioni autonome o che interagiscano in modo indipendente con terzi» (59, f). La specifica personalità giuridica dei robot, identificabile anche come personalità elettronica, potrebbe essere considerata nient'altro che una limitata capacità giuridica con uno specifico obiettivo indennizzante. In tal

⁴⁰⁵ Si pensi, a titolo esemplificativo, alle lesioni corporali subite da una persona, che ne determinano la paralisi assoluta. In siffatta ipotesi, accanto al danno fisico e morale della vittima, non c'è dubbio che potrebbe sussistere anche un ulteriore danno risarcibile, quello dell'eventuale marito della vittima che risulta moralmente danneggiata da quella stessa lesione.

modo potrebbero essere risolti molti dei complessi problemi strettamente connessi all'efficacia di un congruo risarcimento dei danni patiti, senza dover riconoscere per forza i robot intelligenti come soggetti di diritti in modo generale.

Da quanto detto, emerge chiaramente la necessità, oggi più che mai, di un'opera di responsabilizzazione nei confronti degli ideatori degli algoritmi, rispetto ai quali c'è il bisogno di una limitazione circa le decisioni che dagli stessi possono essere prese. È imprescindibile, per far ciò, un nuovo senso critico. Potrebbe altresì rivelarsi utile, per una maggiore tutela nei confronti dei diversi operatori dei singoli mercati, una certificazione della qualità degli algoritmi creati, in considerazione di una sempre maggiore presenza della negoziazione algoritmica nella vita quotidiana, per i tanti punti di forza che le sono propri⁴⁰⁶.

Troppi ancora risultano i profili privi di una compiuta disciplina e, tra questi, sicuramente, particolare attenzione merita la questione relativa alla trasparenza degli algoritmi e alla pubblicazione degli stessi. Di essa se ne è occupato il Parlamento Europeo con la risoluzione del 2017 sancendo che «*dovrebbe essere possibile accedere al codice sorgente, ai dati input e ai dettagli costruttivi in caso di necessità*». È innegabile, al riguardo, che un limite insormontabile per la pubblicizzazione sia costituito dalla natura proprietaria delle strategie finanziarie e degli algoritmi che le concretizzano.

Trattasi di uno solo dei tanti problemi a cui occorre far fronte quanto prima.

Vediamone un altro.

In molti mercati i prezzi di beni e servizi sono determinati da algoritmi che, senza la necessità di intervento umano, potrebbero colludere l'uno con l'altro o

⁴⁰⁶ A titolo esemplificativo, essa risulta in grado di eliminare il carico di stress connesso all'attività svolta, sostituendo un approccio soggettivo nei confronti del mercato – indissolubilmente legato ai sentimenti propri di ogni individuo – e vincolando lo stesso a regole fisse, che non lasciano margini di interpretazione.

Al riguardo, però, è necessario evidenziare che ancora forte è la voce di quanti sostengono che l'elemento psicologico non possa considerarsi un limite, bensì un aspetto fondamentale che debba caratterizzare anche il *trading online*.

facilitare la creazione di cartelli anticoncorrenziali. Avviene spesso che, proprio attraverso l'uso di algoritmi, le imprese sostituiscano a un cartello esplicito un coordinamento tacito. Un livello elevato di trasparenza può essere infatti portatore non solo di una maggiore consapevolezza delle scelte dei consumatori informati ma anche di un allineamento dei prezzi con creazione di una sorta di parallelismo consapevole⁴⁰⁷, effetto diretto della c.d. quarta rivoluzione industriale⁴⁰⁸. A ciò potrebbero conseguire fenomeni collusivi taciti o espressi, ben potendo le aziende che operano all'interno dei singoli mercati monitorare in tempo reale il comportamento dei concorrenti sul mercato⁴⁰⁹, nonché studiare le diverse condizioni praticate ed elaborare conseguenti strategie, con rischio elevato di accordi anticoncorrenziali. Per fortuna però, il continuo mutamento dei mercati – intrinseco alla loro natura, in quanto sottoposti a una variazione costante di domanda e offerta –, difficilmente consente la sopravvivenza dei cartelli creatisi.

L'unica ipotesi di accordo algoritmico segnalato da un'Autorità garante di concorrenza è il caso Topkins⁴¹⁰. Trattasi di un venditore operante all'interno del mercato Amazon, incolpato di aver concordato con altri fornitori il prezzo di vendita di alcuni beni venduti *online*. Nel 2015 Topkins, residente negli Stati Uniti e fondatore della società Poster Revolution⁴¹¹, è stato difatti il primo operatore di *e-commerce* perseguito per pratiche anticoncorrenziali contrarie alle leggi del proprio Paese. Egli è stato dichiarato colpevole dal dipartimento di Giustizia di San Francisco per avere manipolato il mercato. Mediante l'uso di

⁴⁰⁷ *Parallel algorithms*.

⁴⁰⁸ Si ha riguardo a un'intervenuta innovazione digitale nei processi aziendali, nota anche come *Industry 4.0*, caratterizzata da una unione di competenze e esperienza con una piena automazione e interconnessione delle produzioni. Essa è strettamente connessa all'avvento dei *big data* e alla diffusione di nuove tecnologie di *data analytics*: Maggiolino Mariateresa, *I big data e il diritto antitrust*, Milano, Egea, 2018.

⁴⁰⁹ *Monitoring algorithms*.

⁴¹⁰ Caso che ha ispirato il paragrafo introduttivo del lavoro di Ezrachi e Stucke (Università di Oxford) intitolato "*Intelligenza artificiale e collusione: quando i computer inibiscono la competizione*".

⁴¹¹ Rinominata nel 2012 *Art.com*.

un *software* dallo stesso realizzato e condiviso con altri concorrenti, Topkins è riuscito difatti ad alterare il prezzo di poster venduti sulla piattaforma Amazon sulla base della relativa popolarità⁴¹².

Tale caso mostra come la *data-driven innovation*, pur essendo uno strumento utile per il mercato, possa assumere connotazioni tali da risultare a esclusivo vantaggio degli attori attivi, ovvero delle parti più preparate e forti contrattualmente, in grado di gestire i meccanismi di negoziazione virtuale. Ciò è quanto potrebbe accadere qualora gli operatori di un mercato utilizzino specifici algoritmi finalizzati alla definizione e negoziazione dei termini di un accordo⁴¹³⁴¹⁴ o, ancora, allorquando gli stessi utilizzino *self-learning algorithms*⁴¹⁵. Si fa riferimento ad algoritmi che risultano in grado di adattarsi ai mutamenti delle decisioni di altri operatori di mercato, dotati di spiccate capacità predittive che consentono la definizione di accordi mediante particolari meccanismi, ad oggi non ancora del tutto chiari e definiti. Spesso, per descrivere gli stessi, si è fatto ricorso al concetto di *black box*, essendo lo stesso fondato sull'elaborazione di dati grezzi in modo accurato e complesso, diretto al raggiungimento di ottimi risultati senza alcuna indicazione circa i criteri alla base del processo decisionale. Ne deriva che, addirittura, talvolta le aziende operanti sul mercato si trovano a ottenere risultati collusivi senza averne contezza e – in particolare – senza essere dispensate da possibili imputazioni di responsabilità.

⁴¹² In proposito il Procuratore Generale Bill Baer, rappresentante della Divisione Antitrust, ha pronunciato le seguenti parole: «Non tolleremo alcuna condotta anticompetitiva, prenda essa forma all'interno di una stanza piena di fumo o su Internet per opera di complessi algoritmi [...] i consumatori americani hanno il diritto di operare in un leale mercato online, alla pari di quello reale».

⁴¹³ *Signalling algorithm*.

⁴¹⁴ Facciamo riferimento, tra gli altri, alla divulgazione di una grande mole di dati volta a negoziare aumenti di prezzo, largamente diffusa. Si pensi, a titolo esemplificativo, alle compagnie aeree statunitensi.

⁴¹⁵ Algoritmi che garantiscono il raggiungimento di un risultato monopolistico senza necessità di intervento umano

Per poter contrastare tali comportamenti anticoncorrenziali – in grado di alterare il corretto e ottimale funzionamento del mercato –, accademici e politici si stanno interrogando circa le forme di intervento normativo più efficaci, pienamente consapevoli della difficoltà di individuazione dell'accordo. Non manca al riguardo la voce di quanti sostengono la possibilità di far rientrare nel campo di operatività degli artt. 101 e 102 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea tali condotte poste in essere mediante algoritmi creati al fine della massimizzazione dei profitti. Tale idea si fonda sull'assunto che la collusione realizzata tra algoritmi configurerebbe la fattispecie della collusione tacita⁴¹⁶, non sanzionata nel diritto *antitrust*. Difatti, l'allineamento dei prezzi a un livello ultracompetitivo costituirebbe una conseguenza non già di una strategia propriamente collusiva delle aziende coinvolte ma il risultato di scelte individuali non imputabili direttamente alle stesse, in quanto adottate dai singoli algoritmi. Sicché esse dovrebbero considerarsi pienamente lecite.

Si tenga presente che l'incremento della mole e delle tipologie di mercati in cui risultano attualmente in grado di cristallizzarsi gli equilibri dei prezzi così descritti, è resa possibile dalla sempre maggiore capacità di controllo e reazione alle strategie dei concorrenti. Si tratta di una tendenza preoccupante, la quale non deve essere assolutamente trascurata. Si appalesa pertanto il bisogno sempre più pregnante di una innovazione della cultura giuridica. Ma a livello legislativo il problema non è stato ancora risolto. Probabilmente, già nella formazione di base di ogni individuo dovrebbero essere introdotti concetti e stili di ragionamento tipici della finanza. L'esercizio al formalismo – essenziale per definire le clausole concettuali, per evitare le definizioni improprie dei contratti e per le procedure di calcolo finanziario – educa difatti alla chiarezza dei concetti.

⁴¹⁶ Espressione utilizzata al fine di enfatizzare l'effetto collusivo di coordinamento cartellistico e le modalità tacite di realizzazione.

Viviamo in tempi di generalizzata disintermediazione, caratterizzati da una proiezione dell'individuo all'interno di un ambiente virtuale a cui è esposto totalmente, con le debolezze che gli sono proprie. Reale appare dunque il rischio che il mezzo – esplicazione di intelligenza artificiale –, sulla carta egualitario rispetto allo stesso, si atteggi come un mezzo di abusi e prevaricazioni in danno di specifiche categorie. Basti rilevare che la rete, così com'è, risulta facilmente manipolabile, essendo la stessa affidata al controllo e alla gestione dei diversi operatori che si affidano a una valutazione – di dubbio valore scientifico – di probabilità di un uso improprio del sistema.

Sicché, risulta ormai indispensabile una efficiente regolamentazione del fenomeno di devoluzione dell'attività negoziale ad algoritmi predeterminati e a macchine automatizzate⁴¹⁷. La realtà delle cose ha dimostrato troppo spesso che l'autoregolamentazione di qualsiasi settore industriale o commerciale è assolutamente insufficiente a garantire la protezione dei consumatori, e che ciò richiede una regolamentazione adeguata che tenga conto, oltre che dell'interesse degli stessi e dei commercianti, anche di quello della ricerca scientifica. Non si può pertanto prescindere dall'individuazione degli obiettivi e dei principi da porre a fondamento delle operazioni automatizzate e da una rigida demarcazione dei limiti che devono essere rispettati. Ciò nel quadro di una delicata attività di bilanciamento tra differenti giudizi, concernenti da un lato l'adeguatezza della tecnologia robotica in materia di operazioni negoziali e, dall'altro, la flessibilità nell'interpretazione delle volontà degli utenti e delle sopravvenienze non esplicitamente previste. Quest'ultimo giudizio – occorre precisarlo – è tendenzialmente negativo, con conseguente bisogno di previsione

⁴¹⁷ Tale esigenza, tuttavia, non risulta oggi unanimemente condivisa. Difatti, non manca la voce di quanti ritengono che non sia tempestivo e conveniente stabilire adesso una regolamentazione legale per l'intelligenza artificiale, ben potendo la stessa divenire un significativo ostacolo allo sviluppo tecnologico. Sicché è meglio aspettare che queste tecnologie siano già in atto.

di meccanismi di salvaguardia che impongano un intervento dell'uomo in via sostitutiva o integrativa.

L'utilizzo di algoritmi per le negoziazioni, in particolare per quelle oggetto del presente contributo, è un importante portato dell'evoluzione tecnologica, il quale, per lo stadio evolutivo della stessa e per la propria intrinseca natura, non può che porsi oggi in un ruolo sostanzialmente servente rispetto alla volontà umana. Difatti, le attività poste in essere dai robot risultano per la maggior parte caratterizzate dalla mancanza di discrezionalità circa le scelte da prendere e, solo in sporadici casi, si basano su schemi decisionali di carattere elementare⁴¹⁸, essenzialmente meccanici. A una crescente complessità delle singole decisioni corrisponde poi l'affermarsi di questioni e problemi di carattere etico e giuridico che necessitano di risoluzione all'interno dei diversi ordinamenti, al fine della devoluzione di condotte originariamente riservate a meccanismi valutativi propri della mente umana a procedimenti completamente automatizzati.

Di certo l'ultima parola dovrebbe essere comunque quella di colui che controlla l'intero processo e se ne assume la responsabilità, in un modello di interazione tra naturale e artificiale in riferimento al quale una funzione di controllo dovrebbe essere esercitata dalla stessa macchina nei confronti dell'operatore, ad esempio segnalando vincoli logici o procedurali da rispettare, prospettando soluzioni alternative, evidenziando l'esistenza di più alternative possibili⁴¹⁹. Ripensato in questo modo il sistema automatizzato si potrebbe spogliare dell'abito dell'estraneo che tanto inquieta.

⁴¹⁸ Con applicazione dello schema *if-then*.

⁴¹⁹ Le questioni sulla responsabilità civile, quindi, diventano centrali e non possono essere separate da quelle relative alla sicurezza che ci si aspetta dai robot intelligenti, e che a sua volta è strutturalmente connessa al grado di autonomia che viene acquisito dalla macchina la cui incertezza è correlata alla tecnologia utilizzata. Fino ad oggi, si è sviluppato il principio di precauzione quale strumento utilizzato per gestire l'incertezza facendo sì che sia trasferita ai soggetti produttivi: Capilli Giovanna, *Responsabilità e robot*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n. 3/2019, p. 624.

Sicuramente, al cospetto di un sentiero in parte sconosciuto, quale quello indicato dalle macchine, la saggezza induce non ad arretrare per timore, né a innalzarsi alla cieca, bensì a prendere la bussola e assumere il corretto atteggiamento per iniziare ad esplorare.

BIBLIOGRAFIA

Albanese Antonio, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività d'intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corriere giuridico*, n. 1/2008, p. 107 ss.

Alexander Kern, *Private law approaches to enhancing financial stability: the Hague convention on indirectly held securities and European union collateral directive*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 121 ss.

Alpa Guido, *Il prospetto informativo*, in *Nuova giur. civ.*, 1988, II, p. 303 ss.

Alpa Guido, *L'uso giurisprudenziale della causa del contratto*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1995, II, p. 1 ss.

Alpa Guido, *La normativa sui dati personali. Modelli di lettura e problemi esegetici*, in *Dir. inf.*, vol. 13, A., n. 2, Giuffrè, Milano, 1997, p. 723 ss.

Alpa Guido – Bessone Mario, *La responsabilità civile*, Giuffrè, Milano, 2001

Alpa Guido, *Quando il segno diventa comando: la trasparenza dei contratti bancari, assicurativi e dell'intermediazione finanziaria*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2003, I, p. 467 ss.

Alpa Guido, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 83 ss.

Alpa Guido, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Alcuni rilievi sistematici*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2/2013, p. 71 ss.

Alpa Guido, *Diritti, libertà fondamentali e disciplina del contratto: modelli a confronto*, in *Diritti e libertà fondamentali nei rapporti contrattuali*, a cura di G. Alpa e G. Conte, Giappichelli, Torino, 2018, p. 3 ss.

Alpa Guido, *La "proprietà" dei dati personali*, in *Persona e mercato dei dati. Riflessioni sul GDPR*, a cura di Nadia Zorzi Galgano, Cedam, 2019, p. 11 ss.

Alvaro S. – Siciliano G., *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, Consob, Quaderni giuridici n. 10, luglio 2016, p. 7 ss.

Amico Francesco, *La responsabilità civile nei rapporti di intermediazione finanziaria e bancari*, in *La responsabilità civile*, a cura di Fava Pasquale, Giuffrè, 2009, p. 2001 ss.

Ammannati Laura, *La governance dell'economia. Variazioni sul modello della rete*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 1, 2018

Amorosino Sandro, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008

Andenas Mas, *Who is going to supervise Europe's Financial Markets?*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. XV ss.

Andenas Mads – Chiu Iris H-Y, *The foundations and future of financial regulation: governance for responsibility*, Londra, 2014, p. 22 ss.

Andenas Mas - Deipenbrock Gudula, *More Risks than Achievements?*, in *Regulating and Supervising European Financial Markets. More Risks than Achievements* a cura di Mads Andenas - Gudula Deipenbrock, 2016, p. 1 ss.

Andenas Mads – Della Negra Federico, *'Between Contract Law and Financial Regulation: Towards the Europeanisation of General Contract Law'* in *European Business Law Review*, Vol. 28, Issue 4, 2017, p. 499–521

Annunziata Filippo, *Regole di comportamento degli intermediari e riforme dei mercati mobiliari*, Milano, 1993

Antonucci Antonella, *I contratti di mercato finanziario*, Pacini Giuridica, 2018

- Antonucci Antonella, *Diritto delle banche*, Quinta edizione, Giuffrè, Milano, 2012
- Arner Douglas W. – Norton Joseph J., *International responses to the global financial crisis*, in *Financial crisis management and bank resolution*, a cura di Raymond Labrosse John, Olivares Caminal Rodrigo, Singh Dalvinder, Informa, Londra, 2009, p. 11 ss.
- Artoni Roberto, *L'integrazione europea e la regolamentazione dei mercati finanziari* a cura di Angelo Porta, Milano, EGEA, 1992
- Athanassiou Phoebus, *Financial sector supervisors' accountability. A European perspective*, European Central Bank, Legal working paper series, n. 12, August 2011
- Avgerinos Yannis V., *Problems with home Country control and investment services*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 83 ss.
- Balsamo Tagnani Sacha, *Il mercato europeo dei servizi di pagamento si rinnova con la PSD2*, in *Contratto e impresa/Europa*, n. 1/2018, p. 609 ss.
- Barbagallo Carmelo, *Regolamentazione finanziaria, crisi, credito*, Assolombarda Stati Generali del Credito, Milano, 12 novembre 2018
- Barbagallo Carmelo, *Fintech: ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*, in *Bancaria*, Anno 75, Gennaio 2019, p. 10 ss.
- Barbagallo Carmelo, *Crisi e regolamentazione finanziaria: cambiamenti e prospettive*, Auditorium Marco Biagi Modena, 1 marzo 2019
- Barenghi Andrea, *Disciplina dell'intermediazione finanziaria e nullità degli ordini di acquisto (in mancanza del contratto-quadro): una ratio decidendi e troppi obiter dicta. Nota a Trib. Firenze 18 ottobre 2005*, in *Giurisprudenza di merito*, 2007, fasc. 1, p. 59 ss.

Barenghi Andrea, *Note sulla trasparenza bancaria, venticinque anni dopo*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 2, pt. 1, p. 143 ss.

Bartels Boris - Ernoult Julien – Hafner Sandra - Metin Inci, *European Banking and Financial Services Law*, IV edizione, Brussels, Larcier, 2010

Bassan Fabio, *La riforma della regolamentazione bancaria. Dalla discrezionalità delle scelte a una flessibilità di sistema*, in *Banca impr. soc.*, 2017, p. 385 ss.

Batà Antonella – Spirito Angelo, *Osservatorio di legittimità - la responsabilità dell'intermediario presuppone che il fatto illecito del promotore sia legato da un nesso di occasionalità necessaria all'esercizio delle incombenze a lui facenti capo*, in *Danno e Responsabilità*, n. 5/2014, p. 548 ss.

Beltratti Andrea – Bezzecchi Alessia, *Comportamenti degli investitori ed educazione finanziaria. Che cosa ne pensano gli intermediari finanziari?*, in *Bancaria*, Anno 75, Aprile 2019, p. 26 ss.

Benedetti Alberto Maria, *Il ius variandi, nei contratti bancari, esiste davvero? Appunti per una ricostruzione in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 5/2018, p. 613 ss.

Bersani Giuseppe, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Utet giuridica, 2008

Betti Emilio, *Teoria generale delle obbligazioni*, Giuffrè, 1954, III, p. 155 ss.

Betti Emilio, *Causa del negozio giuridico*, in *Novissimo Digesto Italiano*, III, Torino, 1957, p. 32 ss.

Bianca Cesare M., *Causa concreta del contratto e diritto effettivo*, in *Riv. dir. civ.*, 2014, p. 2 ss.

Black Julia, *Restructuring Global and EU Financial regulation; character, capacities and learnig*, in *Financial regulation and supervision. A post-crisis analysis*, a cura di

Wymeersch Eddy, Hopt Klaus J., Ferrarini Guido, Oxford University Press, 2012, p. 3 ss.

Boccuzzi Giuseppe, *L'Unione Bancaria europea. Nuove istituzioni e regole di vigilanza e di gestione delle crisi bancarie*, Bancaria Editrice, 2015

Bonaparte Yosef, Cooper Russell, Sha Mengli, *Rationalizing trading frequency and returns: maybe trading is good for you*, NBER working paper n. 25838, May 2019

Boscarato Chiara, *Who is Responsible for a Robot's Actions? An initial examination of Italian Law within a European Perspective*, in van de Berg-Klaming, *Technologies on the Stand: Legale and Ethical Questions in Neurosciences and robotics*, Wolf, 2011, p. 393 ss.

Brozzetti Antonella, *I nuovi "standard" per fronteggiare la crisi dei colossi finanziari di un mercato globale in Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Giuridica, Pisa, 2/2017, p. 203 ss.

Bruno Sabrina, *La (nuova?) responsabilità da prospetto verso il pubblico*, in *Banca, Borsa e Titoli di Credito*, fascicolo n. 6, 2008

Brutti Massimo, *Interpretare i contratti. La tradizione, le regole*, Giappichelli, Torino, 2017

Budish Eric – Lee Robin S. – Shim John J., *Will the market fix the market? a theory of stock exchange competition and innovation*, NBER working paper n. 25855, May 2019

Bush Danny – DeMott Deborah A., *Liability of asset managers*, Oxford University Press, 2012

Busnelli Francesco Donato, *Il trattamento dei dati personali nella vicenda dei diritti della persona: la tutela risarcitoria*, in *Trattamento dei dati e tutela della persona*, a cura di V. Cuffaro-Ricciuto-Zeno Zencovich, Giuffrè, Milano, 1998, p. 177 ss.

Buta Grazia Monia, *Gestione individuale di portafogli, MiFID II e responsabilità dell'intermediario per mancato rispetto del benchmark prescelto dal cliente in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 2/2018, p. 196 ss.

Cafaggi Fabrizio, *Private regulation in European private law*, EUI Working paper RSCAS 2009/31

Calandra Buonaura Vincenzo – Bartocelli Alessio – Rossi Filippo, *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, Giuffrè, Milano, 2014

Caldarelli Gioia, *Intermediazione finanziaria e onere della prova - viraggio in chiave oggettiva per la responsabilità degli intermediari finanziari*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 2/2019, p. 293 ss.

Capilli Giovanna, *Responsabilità e robot*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n. 3/2019, p. 621 ss.

Capriglione Francesco, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 2010, p. 2611

Capriglione Francesco, *Un secolo di regolazione*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo I, 2010, p. 53 ss.

Capriglione Francesco, *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2005

Capriglione Francesco, *Orientamenti comunitari, ordinamento bancario nazionale e nuova regolamentazione delle istituzioni finanziarie*, in *Il mercato unico europeo nel settore bancario. Incidenza sugli ordinamenti italiano e spagnolo* a cura di Ronzitti Natalino, Futura 2000 editrice, Roma, 1992

Carozzi Angela Maria, *Violazione delle regole di condotta degli intermediari e rimedi civilistici* in *Diritto e Pratica delle Società*, n. 16/2005

Carriero Anna Maria, *Disciplina e operatività degli intermediari finanziari*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza*

complementare, a cura di Rispoli Farina Marilea – Rotondo Gennaro, Giuffrè, Milano, 2005, p. 67 ss.

Cartwright Peter, *Understanding, awareness and deposit insurance*, in *Financial crisis management and bank resolution*, a cura di Raymond Labrosse John, Olivares Caminal Rodrigo, Singh Dalvinder, Informa, Londra, 2009, p. 139 ss.

Castronovo Francesco, *La responsabilità da false informazioni comparata: special relationship nel diritto anglosassone species della responsabilità da contatto sociale nel nostro sistema*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 3/2019, p. 391 ss.

Cataudella Antonino, *I contratti. Parte generale*, Torino 2000, p. 187 ss.

Cavazzuti Filippo, *La trasparenza dei mercati finanziari*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 419 ss.

Cesari Francesco, *Dizionario di economia e finanza*, UTET, Torino, 1988

Cervone Elisabetta, *Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 281 ss.

Chen Hui – Joslin Scott – Ni Sophie X., *Demand for crash insurance, intermediary constraints, and risk premia in financial markets*, NBER working paper n. 25573, February 2019

Cherednichenko Olha, *Public and Private Enforcement of European Private Law in the Financial Services Sector*, *European Review of Private Law*, 2015, vol. 4, p. 628 ss.

Chesini Giuseppina, *La regolamentazione e l'organizzazione dei mercati degli strumenti finanziari*, Cedam, 1999

Chionna Vincenzo Vito, *Le forme dell'investimento finanziario. Dai titoli di massa ai prodotti finanziari*, Giuffrè, Milano, 2008

Cian Marco, *L'informazione nella prestazione dei servizi di investimento: gli obblighi degli intermediari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli E., Lener R., 2° ed., Utet, 2011, t. I, p. 216

Cian Marco, *Le sedi di negoziazione diverse dai mercati regolamentati*, in *Studium Iuris* n. 4/2019, p. 450 ss.

Coffee John C., *What caused Enron? A capsule social and economic history of the 1990's*, Columbia Law School, Working Paper, n. 214, 20.01.2003

Coffee John C., *Understanding Enron. It's about the Gatekeeper Stupid*, Columbia Law School, Working Paper, n. 207, 30.07.2002

Colombini Fabiano, *Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli* in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2009, p. 240 ss.

Cornelis Ludo, *Finance and Law: Twins in Trouble*, Intersentia, 2015

Costanza Maria, *La novella sulle clausole abusive a confronto con il regime dei contratti finanziari*, in *Banca borsa e titoli di credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 53, A. 2000, 2000, p. 361-368

D'Aquino Pasquale Serrao, *I "soggetti" del mercato finanziario*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina Marilea – Rotondo Gennaro, Giuffrè, Milano, 2005, p. 99 ss.

Davies Paul – Hopt Klaus J., *Non-Shareholder Voice in Bank Governance: Board Composition, Performance and Liability*, ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper n. 413/2018, August 2018

Davies Ryan – Dufour Alfonso – Scott-Quin Brian, *The MiFID: Competition in a New European Equity Market Regulatory Structure*, in *Investor protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond*, a cura di Ferrarini Guido - Wymeersch Eddy, Oxford University Press, 2006, p. 163 ss.

Dávila Eduardo – Parlatore Cecilia, *Trading costs and informational efficiency*, NBER working paper n. 25662, marzo 2019

De Cupis Adriano, *I diritti della personalità*, in *Tratt. Dir. Civ. e comm.*, II, 1982, p. 13 ss.

De Mari Michele, *Recenti sviluppi del diritto di recesso nell'offerta fuori sede di strumenti finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 5, 2014, p. 876

De Mari Michele – Spada Luigi, *Intermediari e promotori finanziari*, Zanichelli, 2005

Deakin Simon, *The evolution of theory and method in law and finance*, in *The Oxford Handbook of financial regulation* a cura di Moloney Niamh, Ferran Eilís e Payne Jennifer, 2015, p. 13 ss.

Degryse Hans – Ongena Steven, *Tecnology, Regulation and the Geographical Scope of Banking*, in *Handbook of European financial markets and institutions*, a cura di Freixas Xavier, Hartmann Philipp, Mayer Colin, Oxford University Press, 2008, p. 345 ss.

Del Prato Enrico, *Le basi del diritto civile*, Torino, 2017, p. 319

Denoza Francesco, *Nonfinancial disclosure between 'Shareholder Value' and 'Socially Responsible Investing'*, in *Investor protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond*, a cura di Ferrarini Guido, Wymeersch Eddy, Oxford University Press, 2006, p. 365 ss.

Di Brina Leonardo – Picardi Francesca, *Il contenzioso bancario*, Giuffrè Francis Lefebvre, Milano, 2019

Di Cataldo Vincenzo, *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni. Le ragioni del cliente*, in *Banca borsa tit. cred.*, fasc. 3, 2013, p. 231

Di Donna Luca, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Biblioteca giuridica, Cedam, 2012

Di Giorgio Giorgio – Di Noia Carmine – Piatti Laura, *Financial market regulation: the case of Italy and a proposal for the Euro Area*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 397 ss.

Di Noia Carmine – Furlò Maria Chiara, *The new structure of financial supervision in Europe: what's next?*, in *Financial regulation and supervision. A post-crisis analysis*, a cura di Wymeersch Eddy, Hopt Klaus J., Ferrarini Guido, Oxford University Press, 2012, p. 172 ss.

Di Sabato Daniela, *Riflessioni sparse sui gruppi: direzione unitaria, rapporti intragruppo, rapporti creditizi di gruppo*, in *Riv. dir. impr.*, 1995, p. 277 ss.

Dolmetta Aldo Angelo, *Exceptio veritatis e informazione al mercato. Un caso bancario in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 2/2018, p. 210 ss.

Dunnet Roderick, *Horizontal consolidation of financial supervision: impact on the operations of the European investment bank*, in *Financial Markets in Europe. Towards a single resolution?*, a cura di Andenas Mas, Avgerinos Yannis, Kluwer Law International, 2003, p. 457 ss.

Enriques Luca, *European takeover law: the case for a neutral approach*, in *The European financial market in transition*, a cura di Birkmose Hanne S., Neville Mette, Sørensen Karsten Engsig, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 11 ss.

Enriques Luca – Gilotta Sergio, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in *The Oxford Handbook of financial regulation* a cura di Moloney Niamh, Ferran Eilís e Payne Jennifer, 2015, p. 511 ss.

Esposito Maria Samantha, *Il risarcimento del danno non patrimoniale da illecito trattamento dei dati personali*, in *Il Corriere giuridico*, n. 5/2019, p. 625 ss.

Fanciaresi Giulio, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario - tra nullità e responsabilità* in *Il Corriere Giuridico*, n. 11/2017, p. 1363 ss.

Fappiano Giovanni, *Gli obblighi informativi degli intermediari finanziari al vaglio della giurisprudenza*, in *i Contratti*, 4/2019, p. 424 ss.

Fava Pasquale, *La responsabilità civile in Francia*, in *La responsabilità civile*, a cura di Fava Pasquale, Giuffré, 2009, p. 52 ss.

Fava Pasquale, *Il sistema tedesco di responsabilità civile*, in *La responsabilità civile*, a cura di Fava Pasquale, Giuffré, 2009, p. 102 ss.

Fava Pasquale, *La responsabilità civile nell'ordinamento inglese*, in *La responsabilità civile*, a cura di Fava Pasquale, Giuffré, 2009, p. 133 ss.

Ferrarini Guido, *Informazione societaria: quale riforma dopo gli scandali?*, in *Banca impresa società*, 2004, p. 411 ss.

Ferrarini Guido – Recine Facio, *The MiFID and Internalisation*, in *Investor protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond*, a cura di Ferrarini Guido, Wymeersch Eddy, Oxford University Press, 2006, p. 235 ss.

Ferrarini Guido – Saguato Paolo, *Regulating Financial Market Infrastructures*, in *The Oxford Handbook of financial regulation* a cura di Moloney Niamh, Ferran Eilis e Payne Jennifer, 2015, p. 568 ss.

Ferri Giovanni B., *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, Milano, 1966, p. 251 ss.

Ferri Giovanni – Lacitignola Punziana, *Le agenzie di rating. Tra crisi e rilancio dell'economia globale*, Bologna, Il Mulino, 2009

Finocchiaro Giusella, *Intelligenza artificiale e protezione dei dati personali*, in *Giurisprudenza Italiana*, n. 7/2019, p. 1670 ss.

Flamée Michel, *Setting the scene: Financialism as a Single Story*, in *Finance and Law: Twins in Trouble* a cura di Cornelis Ludo, Intersentia, 2015

Forestieri Giancarlo – Mottura Paolo, *il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2007

Franzoni Massimo, *Solidarietà e parziarietà nel risarcimento del danno*, in *La responsabilità civile*, vol. 6, IX, 2009, p. 949 ss.

Freixas Xavier – Holthausen Cornelia, *European Integration of Payment Systems*, in *Handbook of European financial markets and institutions*, a cura di Freixas Xavier, Hartmann Philipp, Mayer Colin, Oxford University Press, 2008, p. 436 ss.

Gaeta Maria Maddalena, *Responsabilità oggettiva degli intermediari e validità dei contratti di investimento* in *I contratti : rivista di dottrina e giurisprudenza*, Anno XIII, giugno 2005, n.6, p. 583-595

Gaggero Paolo, *Trasparenza delle condizioni contrattuali*, a cura di Capriglione, in *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, Padova, 1995, p. 388 ss.

Gaggero Paolo, *La trasparenza del contratto: per un'analisi dei rapporti di intermediazione creditizia*, Giuffrè, 2011

Genovese Anna, *Il controllo del giudice sulla regolazione finanziaria in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 1/2017, p. 49

Giorgianni Francesco – Tardivo Carlo Maria, *Diritto bancario. Banche, contratti e titoli bancari*, Giuffrè editore, Milano, 2006

Giudici Paolo, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2008

Giudici Paolo, *Regolazione finanziaria ed esternalità del contratto: i contratti rivolti ai terzi*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 1, 2014

Goldmann Matthias, *The financial crisis as a crisis of democracy: towards prudential regulation through public reasoning*, in *Democracy and financial order: legal perspectives*, Goldmann Matthias, Steininger Silvia, Springer, 2018, p. 131 ss.

Goldmann Matthias – Steininger Silvia, *A disclosure theoretical approach to sovereign debt restructuring: towards a democratic financial order*, in *Democracy and*

financial order: legal perspectives, Goldmann Matthias, Steininger Silvia, Springer, 2018, p. 7 ss.

Greco Fernando, *Intermediazione finanziaria tra «precauzione» normativa ed alea giurisprudenziale: possibili rimedi*, in *Responsabilità Civile e Previdenza*, fasc. 3, 1 marzo 2018, p. 755 ss.

Greco Fernando, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Responsabilità civile e previdenza*, fasc. 2, 1 febbraio 2017, p. 0398B

Greco Fernando, *La responsabilità del soggetto abilitato nell'illecito del promotore finanziario: il punto fermo della Corte di Cassazione*, in *Responsabilità civile e previdenza*, n. 1, 2013

Gressler Ann-Chantal, *Financial crisis and general contract law*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 117 ss.

Grundmann Stefan – Atamer Yesim M., *European contract law and banking contracts after the financial crisis. Challenges for contracting and market transaction*, in *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law*, a cura di Grundmann/Atamer, 2011, p. 3 ss.

Grundmann Van de Krol Christel M., *The markets in financial instruments directive and asset management*, in *Liability of asset managers*, a cura di Bush Danny – DeMott Deborah A., Oxford University Press, 2012, p. 23 ss.

Gualtieri Paolo, *Il sistema finanziario*, in *Teoria dell'intermediazione finanziaria*, Egea, Milano, 2018, p. 1 ss.

Guerinoni Ezio, *Negligenza e giudizio di responsabilità degli intermediari finanziari*, Tribunale di Monza, sentenza del 14 ottobre 2004, in *I contratti: rivista di dottrina e giurisprudenza*, vol. 13, n.2, 2005, p. 113-119

Haar Brigitte, *Civil Liability of Credit Rating Agencies after CRA 3– Regulatory All-or-Nothing Approaches Between Immunity and Over-Deterrence*, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper Series n. 2013-02

Handoll John, *Capital, payments and money laundering in the EU*, Richmond Law & Tax Ltd, 2006

Hatzis Aristides N., *A law and economics framework for financial regulation*, in *The changing landscape of global financial governance and the role of soft law*, a cura di Weiss F., Kammel Armin U, Brill – Nijhoff, Nijhoff international trade law series, 2015

Hellwege Phillip, *Is European private law going through a crisis? The current situation of European private law after the Financial crisis*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 109 ss.

Hendershott Terrence, Jones Charles M., Menkveld Albert J., *Does Algorithmic Trading improve Liquidity?*, in *The journal of finance*, vol. LXVI, n. 1, 2011

Hopt Klaus J., *Insider regulation and timely disclosure*, in *Forum international*, n. 21, Kluwer Law International, gennaio 1996

Hopt Klaus J., *Modern company and capital market problems. Improving corporate governance after Enron*, Ecgju Working Paper Series in Law, n. 05/2002, novembre 2002

Iadevaia Stefano, *La commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Il nuovo diritto dei consumatori: il contratto, la conciliazione, la tutela collettiva*, Giappichelli, Torino, 2009, p. 341 – 363

Irti Natalino, *Contratto senza accordo*, in *Riv. trim. dir. civ.*, 1998, p. 347 ss.

Irti Natalino, *Codice Civile e società politica*, Bari, 1995, p. 65; ID., *Scambi senza accordo*, in *Riv. tri. dir. e proc. civ.*, 1999, I, p. 24 ss.

Iudica Giovanni –Zatti Paolo, *Linguaggio e regole del diritto privato*, Cedam, Padova, 2019

Jha Akshaya – Wolak Frank A., *Can financial participants improve price discovery and efficiency in multi-settlement markets with trading costs?*, NBER working paper n. 25851, May 2019

Kramme Malte, *Stress testing of European law of consumer jurisdiction. Coherence of the existing rules and their impact on the level of consumer protection*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 147 ss.

Lehmann Matthias, *Is EU Financial law overly complex?*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 65 ss.

Lemetre Francesco, *Inadempimento degli obblighi dell'intermediario e autonoma - risolvibilità dei singoli ordini di investimento*, in *Il Corriere Giuridico* n. 6/2018, p. 773 ss.

Lener Raffaele, *Conflitti di interesse fra intermediario e cliente*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli Enrico – Lener Raffaele, Utet, p. 313 ss.

Letta Enrico, *Dopo la crisi, più stato, non meno mercato*, in *Le Autorità al tempo della crisi. Per una riforma della regolazione e della vigilanza sui mercati* di Napolitano Giulio - Zoppini Andrea, Il Mulino, 2009

Levy Pierre, *L'intelligenza collettiva: per un'antropologia del cyberspazio*, Feltrinelli, 1996

Liace Gianfranco, *L'investitore tra deficit informativi e bias comportamentali*, in *Banca impresa società*, 2018, n. 3, p. 445 ss.

Liace Gianfranco, *La nozione di chiarezza nel diritto bancario e dei mercati finanziari*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc. 6, 1 dicembre 2017, p. 967

- Liace Gianfranco, *La responsabilità civile della banca*, Giuffrè, Milano, 2003
- Libertini Mario, *La tutela della libertà di scelta del consumatore e i prodotti finanziari*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, E.G.E.A., 2010, p. 559 ss.
- Lirola Isabel, *Reflections on the social and human dimension of economic and financial crisis in the European Union* in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 255 ss.
- Lista Andrea, *EU competition law and the financial services sector*, Informa Law from Routledge, 2013
- Lobuono Michele, *La responsabilità degli intermediari finanziari*, Napoli, 1999
- Lowenstein Roger, *Triple-A Failure: The Rating Game*, New York Times, 27 aprile 2008
- Lucchini Stefano - Zoppini Andrea, *Vigilare le banche in Europa. Chi controlla il controllore?*, Passigli editori, 2019
- Lupoi A., *La Geo-tecno-grafia di altri luoghi (un itinerario dal con-fine allo spazio definito)*, in *Rivista internazionale di filosofia del diritto*, 2015, pp. 618 ss.
- Maciariello Elio, *La responsabilità da rating: analisi dell'articolo 35-bis del regolamento (CE) 1060/2009*, in *Banca impresa società*, anno XXXVII, 2018, n. 1, p. 157 ss.
- MacNeil Iain, *Enforcement and Sanctioning*, in *The Oxford Handbook of financial regulation* a cura di Moloney Niamh, Ferran Eilis e Payne Jennifer, 2015, p. 280 ss.
- Maffeis Daniele, *Il dovere di consulenza al cliente nei servizi di investimento e l'estensione del modello al credito ai consumatori*, in *I contratti: rivista di dottrina e giurisprudenza*, vol.13, n.1., 2005, p. 5-18

Maggiolino Mariateresa, *I big data e il diritto antitrust*, Milano, Egea, 2018

Malvagna Ugo, *Nullità di protezione e nullità «selettive». A proposito dell'ordinanza di rimessione alle Sezioni Unite n. 12390/2017 in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 6/2017, p. 828

Mancuso Salvatore, *Liquidità e comparazione. Un breve viaggio tra diritto, antropologia e sociologia*, Pacini, 2018

Manuli Marco, *Servizi finanziari, tutela del risparmiatore e responsabilità civile*, in *Il nuovo diritto dei consumatori: il contratto, la conciliazione, la tutela collettiva*, a cura di Iurilli Cristiano e Vecchio Gianfrancesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 237 – 340

Marianello Marco, *Insolvenza dell'emittente ed (ir)responsabilità dell'agenzia di rating*, in *Obbligazioni e Contratti*, maggio 2012, p. 346 ss.

Mastropaolo Eugenio Maria, *I servizi di investimento e gli intermediari professionali. Gestione del rischio e responsabilità. L'esperienza francese ed italiana a confronto*, Giuffrè, Milano, 2003

Mastropaolo Eugenio Maria – Praicheux Sebastien, *Qualità degli strumenti finanziari e loro applicazione ad altri beni e contratti, nel diritto francese e nel diritto italiano* in *Banca borsa e titoli di credito: rivista di dottrina e giurisprudenza*, Vol. 55, A. 2002, 2002, p. 196-223

Mastropaolo Fulvio, *Il risarcimento del danno alla salute*, Jovene, Napoli, 1983

Mattassoglio Francesca, *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 2, 2018

Mattei Ugo, *I rimedi*, in *La parte generale del diritto civile 2, Il diritto soggettivo*, a cura di Sacco, Rodolfo, Torino, 2001, p. 115

Maugeri Marisaria, *Omissione di informazioni e rimedi nel credito al consumo. La decisione della CGE 42/15 e la proporzionalità dell'apparato rimediario italiano in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 1/2018, p. 134 ss.

Mazzamuto Salvatore, *I contratti bancari: un'introduzione*, in *I contratti bancari*, a cura di Piraino Fabrizio, Cherti Stefano, Torino, Giappichelli editore, 2016, p. XIV ss.

Mazzini Francesco, *Contratti finanziari on line e tutela del consumatore: osservazioni sul quadro normativo comunitario in Diritto della banca e del mercato finanziario : rivista trimestrale del Ce.Di.B. , vol. 28, n.4, 2004, p. 547-588*

Messinetti Raffaella, *La tutela della persona umana versus l'intelligenza artificiale. Potere decisionale dell'apparato tecnologico e diritto alla spiegazione della decisione automatizzata*, in *Contratto e impresa*, 3/2019, p. 861 ss.

Mezzacapo Vincenzo, *Commento sub art. 199*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, p. 1789

Mezzasoma Lorendo, *Meritevolezza e trasparenza nei contratti finanziari in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 2/2018, p. 180 ss.

Miglionico Andrea, *The disclosure regime of credit rating agencies: an obscure veil of compliance?*, in *The journal of business law*, Sweet & Maxwell, 4, 2019

Miller Geoffrey P., Cafaggi Fabrizio, *The Governance and Regulation of International Finance*, Edward Elgar Publishing Ltd, Cheltenham UK, 2013

Molle Giacomo e Desiderio Luigi, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, Giuffrè, 2005

Möllers Thomas M.J. – Niedorf Charis, *Regulation and Liability of Credit Rating Agencies – A More Efficient European Law?*, 19.09.2014, 11 ECFR 333 (2014). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2551868>

Moloney Niamh, *EU Securities and Financial markets regulation*, Third edition, Oxford University Press, 2014

Moloney Niamh, *Regulating the Retail Markets in The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford University Press, 2014, p. 739

Montalenti Paolo, *Responsabilità civile e mercato finanziario: organo di controllo e false informazioni da prospetto*, in *Analisi giuridica dell'economia*, Bologna, Il Mulino, 2002, p. 255 ss.

Montella Luigia, *La disciplina dei servizi finanziari on line*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina Marilea – Rotondo Gennaro, Giuffrè, Milano, 2005, p. 213 ss.

Morbidelli Giuseppe, *Note e riflessioni sui temi del convegno*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, a cura di Morbidelli Giuseppe, Cesifin on line, marzo 2016, p. 5 ss.

Morelato Elisa, *Violazione di obblighi di informazione e responsabilità dell'intermediario finanziario*, in *Contratto e impresa: dialoghi con la giurisprudenza civile e commentata*, Anno XXII, n. 6, novembre-dicembre 2006, p. 1616 - 1634

Morera Umberto, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela in Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato* a cura di G. Rojas Elgueta e N. Vardi, Roma, RomaTrePress, 2014, p. 201 ss.

Morini Giampaolo, *Contratto finanziario: i doveri dell'intermediario*, <https://www.diritto.it/contratto-finanziario-i-doveri-dellintermediario/>, 9 gennaio 2019

Mülbert Peter O., *The eclipse of contract law in the Investment firm-client-relationship: the impact of the MiFID on the law of contract from a German perspective*,

in *Investor protection in Europe. Corporate law making, the MiFID and beyond*, a cura di Ferrarini Guido, Wymeersch Eddy, Oxford University Press, 2006, p. 299 ss.

Napoleoni Valerio, *Insider trading e aggrottaggio su strumenti finanziari (artt. 180-187)* in *Il testo unico dei mercati finanziari. Società quotate – intermediari – mercati OPA – insider trading. Commento al d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58*, a cura di Lacaita Leonardo e Napoleoni Valerio, Giuffrè, Milano, 1998, p. 173 ss.

Nigro Alessandro e AA.VV., *Informazione e attività bancaria – Incontro di studio del 13 giugno 2017 presieduto da Alessandro Nigro, con interventi di Marino Perassi, Sandro Amorosino, Vincenzo Meli, Antonella Sciarrone Alibrandi, Vincenzo Caridi, Sabino Fortunato* in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Giuridica, Pisa, 4/2017, p. 729 ss.

Onado Marco, *Imprese, banche, agenzie di rating nella crisi del terzo millennio*, in *Mercati finanziari e sistema dei controlli. Atti del Convegno di studio svoltosi a Courmayeur, 1-2 ottobre 2004*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 19 ss.

Oppo Giorgio, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Rivista di diritto civile*, vol. 44, fasc. 5, 1998, p. 525

Ortino Matteo, *Il mercato comunitario dei servizi di investimento. Il "trading online"*, Giuffrè, Milano, 2005

Paciello Pericle, *La disciplina dei mercati finanziari nel T.U.F.* in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina Marilea – Rotondo Gennaro, Giuffrè, Milano, 2005, p. 187 ss.

Pacileo Piervincenzo, *La responsabilità bancaria. Uno studio comparatistico*, Giappichelli, Torino, 2012

Palmerini Erica, Aiello Giuseppe, Cappelli Viola, Morgante Gaetana, Amore Nicolò, Di Vetta Giuseppe, Fiorinelli Gaia, Galli Martina, *Il Fintech e l'economia*

dei dati. Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici, Quaderno Consob, n. 2, dicembre 2018

Parmeggiani Federico, *La responsabilità dell'agenzia di rating e dell'intermediario finanziario nella vendita dei bond Lehman Brothers*, in *Giur. Comm.*, Milano, Giuffrè, 2013, p. 462 ss.

Partnoy Frank, *Financial Systems, Crises and Regulation*, in *The Oxford Handbook of financial regulation* a cura di Moloney Niamh, Ferran Eilís e Payne Jennifer, 2015, p. 68 ss.

Pellegrini Mirella, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria. Profili definitivi*, Padova, 2007

Pellegrini Mirella, *Le imprese di investimento. In generale*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo II, 2010, p. 656 ss.

Pellegrini Mirella, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo II, 2010, p. 811 ss.

Perrone Andrea, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, Giuffrè, 2003, p. 53 ss.

Perrone Andrea, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc. 1, febbraio 2019, pag. 1 ss.

Perrone Andrea, *Il diritto del mercato dei capitali*, seconda edizione, Giuffrè, Milano, 2018

Petagna Paola, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Il mercato finanziario. Intermediari finanziari, società quotate, assicurazioni, previdenza complementare*, a cura di Rispoli Farina Marilea – Rotondo Gennaro, Giuffrè, Milano, 2005, p. 111 ss.

Pierini Marcello, *Alle radici della crisi economico – finanziaria*, in *Europa Marche News*, n. 149 bis, Urbino, luglio 2014, p. 1 ss.

Piluso Giandomenico, *Le dinamiche evolutive della finanza italiana in prospettiva storica*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, a cura di Giuseppe Morbidelli, Cesifin on line, marzo 2016, p. 133 ss.

Pisani Massamormile Andrea, *Nullità di protezione e nullità virtuali in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 1/2017, p. 31

Pisani Massamormile, *Emissione obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, Grafischena, Fasano, 2005, p. 5

Pizolli Micaela, *Obblighi degli intermediari finanziari e intelligenza artificiale. Data mining e machine learning: le nuove frontiere della lotta al riciclaggio di denaro*, in *Novità fiscali*, 2018, n. 7-8, p. 348-356

Placanica Umberto, *E-finance. Profili giuridici. La regolamentazione delle attività finanziarie retail distribuite via internet*, Cedam, 2003

Proto Massimo, *Metodi alternativi di soluzione delle controversie e criteri di decisione (introduzione a un convegno in tema di ADR)*, in *Nuovo diritto civile*, 2017, p. 67 ss.

Ragno Maurizio, *Le norme di comportamento nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 281 ss.

Ragno Maurizio, *Il prospetto informativo*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 349 ss.

Ramajoli Margherita, *Self regulation, soft regulation e hard regulation nei mercati finanziari*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, fasc. 2, 2018

Rescigno Pietro, *"Trasparenza" bancaria e diritto "comune" dei contratti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1990, I, p. 297 ss.

Rocca Enzo – Rossi Eleonora, *La regolamentazione attuale e prospettica del settore Fintech*, in *Bancaria*, Anno 75, Aprile 2019, p. 42 ss.

Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, il Mulino, 1973

Rodotà Stefano, *Privacy, libertà, dignità*, Discorso conclusivo della Conferenza internazionale sulla protezione dei dati, Wroclaw (Polonia), 16 settembre 2004

Rodotà Stefano, *Relazione 2004 del Garante per la protezione dei dati personali, Discorso del Presidente Stefano Rodotà*, 9 febbraio 2005

Rodotà Stefano, *Il diritto di avere diritti*, Laterza, 2012

Rodotà Stefano, *Il mondo nella rete. Quali diritti quali vincoli*, Roma-Bari, 2014, p. 31 ss.

Rodotà Stefano, *Elaboratori elettronici e controllo sociale*, ristampa a cura di G. Alpa, Jovene, Napoli, 2018

Roppo Vincenzo, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. Dir. Civ.*, 4/2013, p. 957 ss.

Rossetti Marco, *La responsabilità degli intermediari finanziari* in *Libro dell'anno del diritto 2013*, Treccani, p. 66-70

Rossi Filippo – Garavelli Marco, *Italy*, in *A bank's duty of care*, a cura di Bush Danny, Van Dam Cees, Oxford and Portland, Oregon, 2017, p. 135 ss.

Ruffolo Ugo, *Per i fondamenti di un diritto della robotica self-learning; dalla machinery produttiva all'auto driverless: verso una "responsabilità da algoritmo"?*, in *Atti del Convegno 29 novembre 2017-Università per stranieri di Perugia*, Giuffrè, Milano, 2017

Ruggiero Carmine, *Le società finanziarie. Obblighi, vigilanza e sanzioni per gli intermediari*, Giuffrè, Milano, 2010

Russo Brunella, *Project Finance. A comparative Analysis with Common Law Regulation in Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Giuridica, Pisa, 2/2017, p. 333 ss.

Salerno Maria Elena, *La tutela dell'investitore in strumenti finanziari nella MIFID 2.: problemi di enforcement della disciplina*, in *Regole e Mercato*, a cura di M. Mancini, A. Paciello, V. Santoro e P. Valensise, Giappichelli, Torino, 2016, p. 427 ss.

Sabatelli Emma, *A proposito di trasparenza dell'operatività bancaria*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.6, 1 dicembre 2013, p. 783 ss.

Sabatini Giovanni, *Verso una nuova infrastruttura digitale*, in *Bancaria*, anno 75, febbraio 2019, n. 2, p. 11

Sacomanni Fabrizio, *L'integrazione della finanza italiana in Europa e nel mondo*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, a cura di Giuseppe Morbidelli, Cesifin on line, marzo 2016, p. 107 ss.

Salerno Maria Elena, *Sul contenuto e la forma della valutazione di adeguatezza delle operazioni in strumenti finanziari e dei relativi obblighi informativi nella disciplina pre-MiFID in Banca, borsa, titoli di credito*, Giuffrè editore, Milano, 4/2018, p. 415

Salvatore Lorenzo, *Il trust nella legge del "Dopo di noi" e la tutela dei legittimari*, in *Trust e attività fiduciarie*, n. 1/2019, p. 15 ss.

Sangiovanni Valerio, *La responsabilità della società di revisione*, in *La responsabilità civile*, ottobre 2010, p. 699 ss.

Sangiovanni Valerio, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. merito*, fasc. 3, 2010, p. 0880B

Sangiovanni Valerio, *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I contratti*, n. 12/2006, p. 1133

Sangiovanni Valerio, *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 TUF* in *Le società: mensile di informatica giuridica dell'impresa*, Vol. 11, Anno 2006, p. 1355 -1380

Santa Maria Alberto, *European Economic Law*, Fourth edition, Wolters Kluwer, 2019

Sartori Filippo, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004

Sartori Filippo, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Informazione economica e responsabilità civile*, Cedam, 2011

Schäfer Ulrike, *Lender liability towards financially troubled borrowers in German law*, in *Banks, liability and risk*, terza edizione, a cura di William Blair, LLP, Londra, Hong Kong, 2001, p. 217 ss.

Schmidt Jessica, *Financial crisis and European company and capital markets law*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 33 ss.

Scognamiglio Vittorio, *Regole di comportamento nell'intermediazione finanziaria: l'intervento delle S.U.*, in *Le società*, n. 4/2008, p. 449 ss.

Scott Hal S. – Gelpern Anna, *International finance. Transactions, policy and regulation*. Twentieth edition, Foundation Press, 2014

Serrao d'Aquino Pasquale, *Obblighi informativi e responsabilità dell'intermediario finanziario. Parte ii: valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. conflitti di interesse ante e post Mifid. informazioni per i prodotti non negoziati nei mercati regolamentati. obbligo di monitoraggio dei titoli acquistati dal cliente*, in *Giur. merito*, fasc.7-8, 2012, pag. 1745B

Shahrokhi Manuchehr, *E-finance: status, innovations, resources and future challenges*, in *Managerial Finance*, vol. 34, 2008, p. 365 ss.

Signorini Luigi Federico, *Regolamentazione, tecnologia e redditività*, in *Bancaria*, anno 75, maggio 2019, n. 5, p. 10

Sirena Pietro, *L'Unione bancaria e il suo impatto sul rapporto tra intermediari e consumatori*, in *Economia e dir. terziario*, 2016, p. 41 ss.

Soldati Nicola, *Responsabilità del promotore finanziario e onere della prova - il commento*, in *Le Società*, n. 3/2018, p. 328 ss.

Soro Antonello, *La protezione dei dati personali nell'era digitale*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, n. 2/2019, p. 343 ss.

Soros George, *The new paradigm for Financial Markets: the credit crisis of 2008 and what it means*, Public Affairs, New York, 2008

Teubner Gunther, *A constitutional moment? The logics of "Hitting the Bottom"*, in *The financial crisis in constitutional perspective. The dark side of functional differentiation*, a cura di Kjaer Poul F., Teubner Gunther, Febrrajo Alberto, Hart publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2011, p. 5 ss.

Tirrito Giuseppe D., *Il danno da prospetto*, in *I danni risarcibili nella responsabilità civile. I singoli danni*, vol. VI, Utet giuridica, 2005, p. 93 ss.

Tison Michel, *Do not attack the watchdog! Banking supervisor's liability after Peter Paul*, in *Common Market Law Review*, 2005, 42, p. 639 ss.

Towfigh Emanuel V., *Rational choice and its limits in Democracy and financial order: legal perspectives*, Goldmann Matthias, Steininger Silvia, Springer, 2018, p. 61 ss.

Tremonti Giulio, *La paura e la speranza. Europa: la crisi globale che si avvicina e la via per superarla*, Milano, 2008

Trimarchi Pietro, *Rischio e responsabilità oggettiva*, Milano (1961), p. 275 ss.; e ora in Id., *La responsabilità civile: atti illeciti, rischio, danno*, Milano (2017), p. 283 ss. e p. 401 ss.

Urbani Alberto, *La «trasparenza» nello svolgimento dell'attività*, in *L'ordinamento finanziario italiano*, a cura di F. Capriglione, Cedam, II edizione, tomo II, 2010, p. 759 ss.

Vella Francesco, *Realtà e prospettive del mercato unico dei servizi finanziari dopo la crisi*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 1 ss.

Vignudelli Leopoldo, *La direttiva Comunitaria in materia di credito ai consumatori*, in *Banche e mercati finanziari*, a cura di Vella Francesco, Giappichelli, Torino, 2009, p. 241 ss.

Vincenzi Stefano, *Mercato finanziario e direttive europee. Le nuove regole in materia di market abuse, OPA e prospetti*, Bancaria editrice, 2005

Viscusi Amalita, *Profili di responsabilità della banca nella concessione del credito*, Giuffrè, Milano, 2004

Visintini Giovanna, *I valori mobiliari*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno Pietro, Torino, 1985, 16, t. II, p. 671

Visintini Giovanna, *Trattato breve della responsabilità civile*, Padova, 1999

Westin Alan F., *Home information systems: the privacy debate*, in *Datamation*, 1982, n. 4

Wiese Volker, *Testing the stress of the EU: Financial crisis or EU Law in Crisis?*, in *Eu Law after the Financial Crisis*, a cura di Schmidt Jessica, Esplugues Carlos, Arenas Rafael, Intersentia, 2016, p. 333 ss.

Wymeersch Eddy, *Europe's financial regulatory bodies*, in *The European financial market in transition*, a cura di Birkmose Hanne S., Neville Mette, Sørensen Karsten Engsig, Wolters Kluwer Law & Business, 2012, p. 255 ss.

Yang-Yu Liu, Jose C. Nacher, Tomoshiro Ochiai, Mauro Martino, Yaniv Altshuler, *Prospect Theory for Online Financial Trading*, Tobias Preis, University of

Warwick, United Kingdom, <http://nrs.harvard.edu/urn-3:HUL.InstRepos:13347560>, 2014

Zadra Giuseppe, *L'innovazione finanziaria tra crisi e ripresa*, in *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, a cura di Giuseppe Morbidelli, Cesifin on line, marzo 2016, p. 95 ss.

Zorzi Galgano Nadia, *Le due anime del GDPR e la tutela del diritto alla privacy*, in *Persona e mercato dei dati. Riflessioni sul GDPR*, a cura di Nadia Zorzi Galgano, Cedam, 2019, p. 35 ss.