

# ***FINANCIAL INNOVATION*** **TRA DISINTERMEDIAZIONE** **E MERCATO**

*a cura di*  
**VALERIA FALCE**

*con contributi di*

**Filippo Annunziata**

**Elisabetta Bani**

**Concetta Brescia Morra**

**Valeria Falce**

**Giusella Finocchiaro**

**Antonio Gambaro**

**Gustavo Ghidini**

**Emilio Girino**

**Eugenia Macchiavello**

**Liliana Fratini Passi**

**Benedetta Maria Sabatino**

**Antonella Sciarrone Alibrandi**

**Salvatore Sica**

**Gianluca Trequattrini**

**Maria Iride Vangelisti**



**G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO**

**Antonio Gambaro \***

## **Introduzione**

1. Come è ben lumeggiato nella prefazione di Gianluca Trequattrini, le innovazioni tecnologiche che incidono profondamente sulle modalità di organizzazione dei servizi finanziari pongono anzitutto interrogativi e problemi alle autorità di regolazione che sono chiamate a riscrivere le regole di dettaglio mediante le quali conformare l'azione degli erogatori dei servizi ed ad aggiornare il perimetro dei soggetti vigilati.

È però da osservare che per rimanere all'interno di un quadro di legalità, qualsiasi strategia regolatoria posta in essere debba porsi non solo nella direzione dell'efficacia conformativa delle condotte degli operatori che mira a disciplinare, ma anche in quella della coerenza sistematica con i principi cardinali della legalità sostanziale i quali vietano di introdurre regole discriminatorie, retroattive o contraddittorie tra loro. Come dire che i problemi di regolazione nascono dalla tecnica, ma poi si colorano di problematicità quando siano inseriti in un sistema ordinamentale caratterizzato dalla costituzionalità delle azioni autoritative.

Se si assume che il problema non è solo quello di escogitare qualcosa di nuovo a fronte di fenomeni inusitati, ma anche quello di evitare ambiguità e contraddizioni a livello regolatorio, è opportuno non dimenticare che ogni normativa regolatoria si colloca nel solco degli orientamenti di *policy* espressi a livello di normativa primaria, alla quale è riservata l'indicazione degli obiettivi selezionati da perseguire. Sennonché, in partenza, gli obiettivi di *policy* individuati dai legislatori non possono essere assunti come convergenti.

2. In realtà, è normale che gli obiettivi di *policy* si rivelino divergenti posto che in società pluraliste è altrettanto normale la compresenza di valori ai quali esse non sono disposte a rinunciare, ma che non possono essere

---

\* Professore Emerito dell'Università di Milano Linceo.

massimizzati all'unisono per la semplice ragione che, sul terreno della distribuzione degli incentivi e dei disincentivi, le attività grazie alle quali essi acquistano concreta operatività si trovano assai frequentemente in rotta di collisione. Ed è altrettanto normale che un legislatore democratico si rifiuti di decidere, magari mascherando la sua scelta di non scegliere attraverso le cortine fumogene delle declamazioni retoriche. Ed è a questo punto che deve intervenire una sistemazione giuridica.

Sotto il profilo meramente comunicativo, è abbastanza agevole conciliare gli interessi opposti a livello di discorso molto astratto, perché a tale livello la retorica suasiva può coniare slogan promettenti in cui i contrasti si conciliano per magia.

È molto più complicato armonizzare i contrasti di interessi a livello di formulazione delle regole di dettaglio, non solo perché l'armonizzazione richiede che ciascun interesse venga in parte sacrificato, secondo la sempiterna logica del negozio transattivo, ma soprattutto perché quando ci si cali nelle fattispecie più minute, come è necessario ed ovvio che facciano i regolatori, vale poco, ed anzi è, nel medio periodo, controproducente, procedere ad armonizzazioni puramente verbali che occultano un rinvio verso livelli decisionali più atomistici, vale a dire al livello delle decisioni giurisprudenziali caso per caso.

Se si coniuga una visione realistica del sistema delle fonti dalla quale discende la centralità della fonte regolatoria affidata ad autorità amministrative indipendenti secondo il modello delle *agencies* statunitensi, con l'analisi istituzionale dei procedimenti decisori, ciò che emerge in primo luogo è la dialettica degli opposti interessi, nonché delle opposte preferenze. Ciò anche perché quel modello, reso celebre dal *new deal* roosveltiano, incorpora nel procedimento di *rulemaking* una forte vena partecipativa informale, ossia non riservata al dialogo con altri enti pubblici ed istituzioni consolidate. Ma non è da credere che il dialogo aperto a tutti sia un metodo per giungere inevitabilmente ad una sintesi conciliativa. Il dialogo aperto a tutte le componenti una società pluralista non ha il potere epistemico di conciliare alcunché, quanto piuttosto di fare emergere, al netto della componente strategica dei discorsi performativi, ciò che in seguito si deve sintetizzare rimanendo all'interno di un quadro di legalità costituzionale. Il che comporta il rispetto dei richiamati principi minimi di legalità sostanziale i quali dovrebbero vietare ai regolatori di emanare regole non trasparenti nel senso di non comprensibili, retroattive, contraddittorie, soggette a troppo rapidi cambiamenti.

Ecco, allora, l'opportunità, se non la necessità, dell'intervento di un

sapere critico che permetta di fare emergere assieme la fotografia dei conflitti effettivi ed i criteri per gerarchizzarli, nonché di un sapere giuridico che sappia tener presente il quadro della legalità complessiva in cui si debbono collocare non solo i procedimenti, ma anche le risposte regolatorie. È quanto si propongono le pagine che seguono, le quali sono composte da giuristi esperti del settore finanziario e delle tecnologie computazionali.

Di tali pagine si darà qui di seguito una brevissima sintesi come si addice ad una prefazione, con l'unico scopo di mettere in evidenza il filo rosso che li collega ed invogliare alla loro lettura.

3. Antonella Sciarrone Alibrandi, partendo dalla constatazione che le nuove tecnologie mediante le quali si erogano i servizi di investimento e di pagamento pone in crisi la tradizionale perimetrazione dei soggetti vigilati e di conseguenza la perimetrazione dei rapporti professionista/cliente, sottolinea uno dei punti sostanziali della questione sia la frammentazione della prestazione caratteristica di tali servizi, che viene segmentata soggettivamente lungo una filiera al cui termine si eroga servizio unico perfettamente collocabile nei tradizionali settori: bancario, finanziario, assicurativo. In sé non vi sarebbero ostacoli alla riparametrazione dell'ambito di vigilanza e di regolazione di questi settori, se non intervenisse la direttiva di *policy* che induce a favorire l'ingresso di soggetti "alternativi" rispetto agli operatori finanziari tradizionali sia per ragioni di incremento della concorrenzialità sia per sollevare i regolatori dal troppo impegnativo compito di afferrare la proteiforme dinamicità delle tecniche digitali dei *new comers*. Se non è dubbio che il tema dei rapporti tra intermediari tradizionali e nuovi sia uno degli snodi regolatori più importanti, vi è anche da osservare, come sottolinea Antonella Sciarrone Alibrandi, che a fronte di un fenomeno come il *fintech* fisiologicamente destinato a operare al di fuori e al di sopra dei confini dei singoli stati, così come a fronte di attività che sono divenute ontologicamente *cross border*, si impone il tema spinoso del coordinamento tra autorità di regolazione, posto che se i fini ultimi rimangono, e meritano di rimanere, invariati (la tutela del risparmio, dei clienti, la stabilità, il buon funzionamento e la fiducia nel sistema), le modalità di intervento regolatorio finiscono con l'essere condizionate dalla dimensione spaziale del mercato da regolare.

Ma non sono unicamente questi i dilemmi delle regolazioni. Sullo sfondo rimane il tema della legalità dell'azione conformatrice che i regolatori sono chiamati a rispettare. In questo senso anche strumenti promettenti

come le *regulatory sand box*, se appaiono utili per accompagnare sviluppi tecnologici molto veloci, d'altra parte impongono di sorvegliare che i dialoghi cooperativi tra vigilanti e vigilati non si svolgano a scapito del quadro della legalità costituzionale.

Analogamente, Valeria Falce riconsidera la tensione, che il fenomeno Fintech ha acuito, tra la protezione forte attribuita a chi si renda titolare di un data base anche mediante rielaborazioni di informazioni quantitative comuni e la necessità di mantenere aperto e competitivo un mercato di servizi informativi sempre più dipendente dalla utilizzazione di banche dati e di sistemi di trattamento. Probabilmente si tratta di linee evolutive settoriali sviluppatesi nella seconda metà del secolo scorso, quanto la spinta a dilatare l'ambito di applicazione del copyright divenne una moda egemone. Ma il problema è reso acuto dalla tecnologia di A.I. – sicuramente una delle tecnologie che sta trasformando la nostra società e molti aspetti della nostra vita quotidiana – che consente di accumulare informazioni utili traendole da quelle già possedute, amplificando così l'effetto monopolistico del copyright.

Senza soffermarsi a rimpiangere le scelte passate, si possono delineare le strategie emergenti nel diritto positivo europeo per raggiungere un accettabile equilibrio tra gli interessi opposti di coloro che hanno accumulato informazioni e coloro che intendono entrare sul mercato dell'offerta di servizi informativi. È indicativo che a fronte di un dilemma suscitato dalla storia legislativa e dagli sviluppi della tecnologia disponibile si pensi ad attenuare la prerogativa della esclusività proprietaria mediante il divieto di abuso del diritto, non tanto nella impossibile direzione di una funzionalizzazione dei diritti soggettivi, quanto in quella dell'inserimento all'interno della loro struttura di una relativizzazione delle prerogative proprietarie sottraendole alla totale discrezionalità del loro titolare. Prospettiva promettente se si considera che nel campo dell'immateriale, ove prevalgono gli usi non rivali dei beni, il *jus excludendi* non può avere le stesse giustificazioni che lo assistono in riferimento a beni materiali ad uso rivale.

Focalizzando l'attenzione sui sistemi e servizi di pagamento, Concetta Brescia Morra e Maria Iride Vangelisti, fanno emergere la tensione ontologica tra l'obiettivo della sicurezza dei pagamenti e quello di renderli il più efficienti, ossia rapidi e poco costosi. Tensione che si riverbera nel rapporto concorrenziale tra gli intermediari tradizionali, le banche, ed i nuovi soggetti che offrono servizi di pagamento mediante pure tecnologie digitali. La scelta di *policy* compiuta a livello europeo di facilitare l'attività dei providers, è stata certamente dettata dall'intento di accrescere l'efficienza

dei servizi di pagamento. Ma si tratta di valutare come il bilanciamento con il polo della sicurezza è stato preservato.

Bilanciamento è parola che nella sua stessa radice etimologica evoca la necessità di aggiungere contrappesi, o molle, quando si constata che un lato prevale eccessivamente sull'altro. Nella regolazione giuridica si ricorre a “controregole”, ossia a regole addizionali che hanno un *thelos* opposto alla regola principale. La descrizione della regolazione fine che ne consegue è ovviamente labirintica ed anche soggetta a variare rapidamente nel tempo, ma il problema di fondo rimane lo stesso e di conseguenza anche la struttura dialettica del conflitto da regolare, mediante regole che siano coerenti tra loro.

Anche l'alternativa tra isolare, regolare ed integrare, così lucidamente delineate da Gustavo Ghidini e Emilio Girino, per affrontare il tema scottante delle cripto valute, se richiede preliminarmente la distinzione concettuale tra la tecnologia ed il sistema *block-chain* e l'operazione consistente nella creazione di un mercato virtuale su cui scambiare “semi di tulipano”, riporta alla tematica della ricerca da un lato della più ampia concorrenzialità sul mercato e della necessità dall'altro lato di garantire ai partecipanti una ragionevole correttezza del suo funzionamento. È indubbio che tecnologie basate su registri distribuiti, siano promettenti, specie in ambiente globale, ove le singole discipline nazionali sono evidentemente fuori luogo ed il loro coordinamento è ancora larvale, ossia inefficiente. Ma giustamente si mette in rilievo come non sia questo il problema. Nessuno dubita che sia lecito permutare o anche acquistare beni virtuali, come del resto qualsiasi altro bene latamente inteso. Tuttavia si suggerisce che allorché si tratti di attività istitutiva di una rete di relazioni di massa cui non sia estranea la finalità di consentire ai partecipanti di costituire riserve di valore, allora è inevitabile che si verifichi il grado di trasparenza delle operazioni svolte su una rete globale. Altrimenti risulta menomata l'efficacia di tutte le regole mediante le quali si perseguono requisiti di tracciabilità e trasparenza al sistema finanziario.

Allargando l'orizzonte allo strumento dei token, Filippo Annunziata pone in luce come non sia adeguata una classificazione dei diversi nuovissimi strumenti impostata sulla funzione svolta da ciascuno, posto che se a prima vista, le criptovalute sembrano avere molti punti in comune con gli strumenti di pagamento, mentre i token emessi in connessione con *icos* possono sembrare più vicini agli strumenti o ai prodotti finanziari, tuttavia una analisi un poco più attenta rivela che non è così.

Senonché una più precisa qualificazione giuridica, che dovrebbe svolgere un ruolo maiuscolo anche sotto il profilo gnoseologico è resa pressor-

ché impossibile dalla articolazione delle fonti legislative e regolamentari su scala sovranazionale. Qualificare giuridicamente una fattispecie che si presenta fluida nella prassi operativa, significa isolare alcuni tratti caratteristici di essa, astrattizzandoli in una disposizione normativa.

In realtà, il procedimento è un po' più complesso, ma è sicuro che la formulazione di un testo normativo è un passaggio imprescindibile.

Che cosa accade allora quando i testi normativi abbondano, ma sono collocati a diversi livelli nella gerarchia delle fonti e quest'ultima non solo non è efficacemente gerarchizzata, ma produce norme contraddittorie o troppo vaghe?

Il problema maggiore a questo riguardo nasce dalla frammentazione spaziale, per quanto anch'essa fluida ed esposta alle tentazioni di ricorrere a poteri normativi territorialmente limitati, mentre il fenomeno da qualificare si manifesta ubiquitariamente sul piano globale. Che senso può avere qualificare i Bitcoin in Italia quando il loro mining si colloca soprattutto nell'area economica del Pacifico? Giustamente Annunziata sottolinea come quando si chiedi ai token ed agli ICOS cosa siete? la risposta, se mai alcuna, dovrebbe avvenire in troppe lingue per essere intesa; ma sottolinea anche che quando un regolatore nazionale cerchi di rispondere per loro debba tener conto delle scelte, se mai alcuna chiara, degli altri che parlano lingue diverse. Un circolo vizioso da cui non si riesce ad uscire.

Non sono peraltro solo ombre e fantasmi quelle che popolano il mondo della finanza digitale, Salvatore Sica e Benedetta Maria Sabatino, riescono a documentare come una scelta di *policy* sufficientemente chiara a livello europeo riesca ad innestare un processo virtuoso grazie al quale, infine, si ottengono risultati migliorativi rispetto agli assetti precedenti.

In effetti, la PSD2 ha potuto porsi nel solco ampiamente tracciato della tutela dei consumatori, ma in questo caso si tratta di utenti in generale, adattandola alla realtà dei pagamenti in senso lato per via elettronica, aggiungendo due mosse. In primo luogo non si è badato ai vecchi steccati e si è esteso l'ambito soggettivo di applicazione delle regole uniformi nel mercato interno anche gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, andando quindi oltre agli enti creditizi tradizionali. In secondo luogo si sono decisamente spostati i rischi delle frodi informatiche dall'utente, che può controllarli in misura molto limitata, ai prestatori di servizi che sono molto meglio attrezzati per farlo. Una volta operata questa scelta, Salvatore Sica e Benedetta Maria Sabatino, indicano come sia possibile dare ad essa effettività mediante l'intelligente disegno istituzionale dell'apparato applicativo. Giustamente, infatti, i due Autori sottoli-

neano come i colleghi ABF, ed in particolare il Collegio di Coordinamento abbiano interpretato correttamente la scelta di *policy* manifestata nel diritto unionista, portandola ad effettività decisionale nella costellazione dei casi che si presentano nelle prassi contenziosa. Si potrebbe anche aggiungere che un corretto sviluppo ermeneutico delle regole europee, avrebbe un impatto limitato sulle prassi operative degli attori del sistema, se esso non si potesse incanalare attraverso istituzioni aggiudicative efficienti, come in effetto ha dimostrato di essere l'ABF, nonostante tutte le incertezze circa la sua qualificazione. Basta rappresentarsi lo scenario controfattuale in cui il canale di attuazione della PSD2 venga rappresentato da una caleidoscopica varietà di sentenze di merito, per poi approdare anni dopo a qualche oscillazione tra le sezioni della suprema corte, per percepire come sia importante coniugare le tematiche ermeneutiche con l'universo di quelle attinenti all'aspetto rimediale ed al suo complesso apparato istituzionale. In sostanza un esempio di percorso virtuoso che procede da una scelta di *policy* effettuata a livello di "legislativo", cui può conseguire una implementazione, si passi l'inglesismo, intelligente sul piano organizzativo.

Altro esempio interessante è offerto dal diritto alla portabilità dei dati personali, introdotto dall'art. 20 del Regolamento generale sulla protezione dei dati, che è qui indagato con lucidità da Elisabetta Bano ed Eugenia Macchiavello. Caso emblematico delle difficoltà che comporta la ricerca di un punto di equilibrio tra esigenze del mercato dei beni immateriali e quelle della protezione degli aspetti personali connessi ai dati stessi; nonché dell'inevitabile intreccio tra categorie giuridiche e parametri tecnici.

In sé la portabilità è regola conformativa di uno specifico settore del mercato che viene introdotta al fine di incentivarne la concorrenzialità, come già avvenuto nel caso dei mutui e dei numeri telefonici, e, come in detti casi, la regola viene costruita in termini di diritto del soggetto che entra in rapporto con un fornitore di servizi informatici. In Europa però si è da tempo preferito connotare i diritti sui dati riguardanti le persone fisiche in chiave di diritti delle persone anziché di diritto di proprietà, ed anche il Regolamento si adegua a questo indirizzo di fondo.

Come sottolineano le autrici, "l'idea di fondo è semplice: si vuole consentire a ciascun individuo che utilizzi servizi on-line di «portare» i propri dati personali da un servizio/fornitore all'altro", in modo da non essere *locked-in* rispetto al fornitore antecedente; potendo così approfittare di una offerta più vantaggiosa.

Da ciò consegue un incentivo per nuove imprese più efficienti ad affacciarsi sul mercato di riferimento e di seguito un incentivo agli incumbent ad incrementare la propria al fine di poter offrire servizi più competitivi. La logica antitrust è qui lineare e si incrementa di argomenti ulteriori consonanti con la natura del bene oggetto della regola: i dati personali, appunto.

Però, a differenza del numero telefonico, i dati personali che si possono portare da un fornitore all'altro possono essere collocati su diverse piattaforme, e sono, sebbene parzialmente, beni ad uso non rivale e pertanto dovrebbe sussistere il divieto di analogia rispetto alla disciplina riferita a beni ad uso rivale.

Ed è in riferimento alla natura del bene che la linearità della logica antitrust si complica alquanto; ma quando a questo rilievo si aggiunge quello tratto dal carattere giuridico personale impresso ai dati che in qualche forma materiale si ricollegano alla persona fisica, compresi quelli che riguardano le sue relazioni con le cose del mondo, il modello si complica sino al limite. A questo riguardo, infatti, il tema dalla portabilità si incrocia con quello della conservazione del controllo sui dati da parte di colei che in un qualche modo li genera, con conseguente incrinatura della logica antitrust, ben testimoniata dal fatto che si tratta di tutela riservata alle persone fisiche, in armonia con la nozione di consumatore, ma certo non del tutto congruente con la regolazione di un mercato popolato da molti altri soggetti.

Però la logica del diritto della personalità acquista un senso dinamico, ed anche più realistico, quando, come sottolineano le autrici, con il GDPR, si trascorre dall'idea che i dati debbano essere custoditi per l'individuo a suo esclusivo beneplacito, a quella per cui è diritto dell'individuo deviare il flusso dei dati stessi indirizzandoli a quegli operatori che ritiene siano più convenienti. Il che però è più coerente con il modello proprietario che non con quello dei diritti della personalità, al quale si addice maggiormente il principio di non commerciabilità. Principio che però è difficilmente armonizzabile con l'economia dei dati, ossia con ciò che si deve regolare.

A complicare ulteriormente il quadro sovrviene altresì la distinzione tra dati personali, per così dire grezzi, e dati personali "trattati".

Complessità inevitabili, di cui il saggio in parola puntualmente da conto, ma che in sostanza pare attenere alla difficoltà di separare quando pertiene al soggetto da cui provengono i dati da quanto pertiene a chi tali dati elabora. Difficoltà che appare simmetrica sia all'ottica proprietaria che a quella personalistica, ma in questo contesto diviene inevitabile che eserci-

tando il proprio diritto alla portabilità, il soggetto da cui derivano i dati trasferisca un insieme di informazioni al nuovo provider, senza perciò privare il titolare del precedente trattamento della possibilità di continuare ad usufruirne, se non mediante l'ulteriore, ed incerto, esercizio del diritto all'oblio.

Del resto la tutela accordata a coloro che organizzano una "banca dati" non lascia aperta altra possibilità all'infuori di quella di bilanciare tra loro gli interessi in conflitto. Ad esempio: la regolazione vigente si preoccupa, sempre in adesione all'ottica antitrust, di far sì che al nuovo provider siano forniti dati utili; profilo che inevitabilmente coinvolge quello della trasposizione delle modalità di trattamento dei dati da un sistema all'altro, pur in presenza dell'esigenza di preservare il pluralismo delle tecniche di trattamento. Sicché "l'assenza di un vero e proprio obbligo di interoperabilità o tantomeno compatibilità è un fattore che inevitabilmente indebolisce il diritto alla portabilità".

Stretta tra tante esigenze confliggenti è ovvio che il diritto alla portabilità dei dati si inabissi in un diluvio di regole e controregole, che sono il vero meccanismo regolatore delle situazioni di conflitto. E qui la lettura diretta della lucida analisi delle due autrici non ammette surrogati.

A raccordare tra loro le molteplici prospettive emergenti dai numerosi temi affrontati, provvede Giusella Finocchiaro introducendo coordinate di metodo che si dipartono dagli aspetti basilari del tema: la globalità delle interazioni negoziali che si sviluppano in una rete che è, come indica il suo acronimo, mondiale, ed i diversi livelli delle fonti del diritto che sono chiamate in un qualche modo a regolarne alcuni aspetti, come quelli indicati con la parola *fintech*. Il punto naturalmente è che a differenza di altre interazioni che si sviluppano in ambiente Web, gli ordinamenti giuridici statuali non possono rinunciare a regolare le transazioni finanziarie; ma per poterlo fare hanno necessità sia di coordinarsi tra loro, almeno su scala sufficientemente ampia per essere efficace, sia di interagire con fonti regolatorie di varia origine, anche consuetudinaria o privata. In questo contesto, il rovescio della medaglia, messo sapientemente in luce da Giusella Finocchiaro, è l'interesse degli stessi protagonisti del mercato globale *Fintech* a sapere in anticipo quali regole sono ad esse applicabili, essendo tramontata da qualche tempo l'idea che si tratti di spazio anarchico conformato solo dalla sua architettura tecnica. Da qui una ricognizione degli strumenti conoscitivi utili ad inquadrare una situazione fluida che non è interesse di alcuno preservare, perché, poi, coloro che pensano di trarne vantaggio si trovano esposti a sanzioni che fanno male, come accade quando gli ordinamenti statuali o sovranazionali pongono mano

all'arsenale antitrust ed ad altri strumenti sanzionatori che rimangono nella piena disponibilità delle autorità pubbliche. Ricognizione che Giussella Finocchiaro svolge, more geometrico, richiamano implicitamente un metodo che è tra quelli fondativi della Western Legal Tradition, e quindi tracciando una prima, la linea verticale, che è quella delle regole speciali emanate per disciplinare una determinata materia, emanate ad hoc per quel settore (ad esempio, in materia di protezione dei dati personali o in materia di fintech) e, poi, una linea orizzontale lungo la quale si sovrappongono diversi strati di norme, dando luogo ad un sistema multilivello, che possiamo ordinare sulla base delle fonti di produzione delle regole stesse, alle quali si associa naturalmente l'obiettivo di volta in volta perseguito.

Questa schematizzazione presenta parecchi vantaggi sotto il profilo conoscitivo perché permette di muovere dalla pura constatazione, per cui: "non c'è e non ci sarà mai "il" legislatore di Internet o il legislatore del commercio elettronico, che detta regole uniche e univoche su Internet o sul commercio elettronico: ci saranno sempre dei sistemi giuridici che devono essere coordinati fra di loro", per giungere ad un corollario importante, che mette in rilievo come tra i sistemi giuridici da coordinare vi sono anche quelli di origine contrattuale, o privata.

Qualificazione, quest'ultima che rinvia al tramonto della grande dicotomia: pubblico/ privato, la quale, in verità, nel mondo globalizzato tende ad evaporare, posto che l'obiettivo condiviso sembra essere quello di quello di favorire il commercio e a rimuovere gli ostacoli giuridici, allo scopo di favorire lo sviluppo dell'economia, proprio come accadde secoli fa quando ordinamenti a sovranità statale si aprirono alla *lex mercatoria*.

Il punto essenziale sembra essere quello per cui l'assetto delle regole non può prescindere non solo dal dinamico avanzamento della tecnica informatica, ma nemmeno dalle scelte compiute dai soggetti privati circa le modalità di utilizzazione delle tecniche di interconnessione mediate le quali i grandi players del singolo settore si coordinano tra loro.

Il senso del messaggio complessivo sembra quindi muovere dal presupposto, che è anche quello sempiterno della *scientia juris* europea, per cui non si dà normazione, o regolazione, razionale senza una approfondita ricognizione conoscitiva dello stato delle cose.

È coerente con questa direzione che il volume si chiuda con l'illustrazione della esperienza operativa del CBI, illustrata da Liliana Fratini Passi, nel, relativamente, nuovo sistema integrato dei pagamenti.

Illustrazione opportuna a chiosa del volume non soltanto perché guida il lettore nei meandri quasi infiniti delle opportunità e degli ostacoli che la

tecnica informatica impone agli operatori del settore, con una concretezza di indicazioni di prima mano che sicuramente accresce l'interesse conoscitivo alla lettura, ma anche, e, forse, soprattutto, perché pone risolutamente l'accento sull'agire cooperativo che deve contrassegnare la loro azione nel mondo del Fintech.

Punto delicato perché, l'ottica antitrust spesso sospinge a sospettare negativamente l'agire cooperativo tra gli attori del mercato, e ad apprezzare, al contrario, l'antagonismo più spinto; con ciò si ritorna a contemplare la tensione tra sistemi regolatori che è aspetto non marginale della problematica generale della regolazione delle attività di Fintech.

Buona lettura!

a.g.



**Antonella Sciarrone Alibrandi**

# **Innovazione tecnologica, regolazione e supervisione dei mercati**

SOMMARIO: 1. Innovazione tecnologica e regolazione. – 1.1. Una regolazione *cross border* e *cross sectoral*. – 1.2. Il principio «*same activity, same risk, same rules*». – 2. Innovazione tecnologica e supervisione: il SupTech. – 2.1. I nuovi strumenti dell'*innovation hub* e della *regulatory sandbox*.

## **1. Innovazione tecnologica e regolazione**

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

Nel contesto estremamente proteiforme che ci siamo abituati a denominare *FinTech*<sup>1</sup>, ogni segmento delle attività bancarie, finanziarie e assicurative è toccato dalla innovazione tecnologica, non solo attraverso il ripensamento delle modalità operative per lo svolgimento delle attività tradizionali (servizi di pagamento, servizi di investimento, ecc.), ma anche – e soprattutto – attraverso la creazione di nuovi prodotti, servizi e modelli di *business* (per esempio il servizio di consulenza automatizzata, come nel caso del *robo-advice*, o di piattaforme digitali di finanziamento alle im-

---

<sup>1</sup>In mancanza, allo stato attuale, di una definizione legislativa di un fenomeno estremamente ampio e articolato, è comunque utile individuarne il perimetro di massima facendo riferimento alla definizione elaborata nel 2017 dal *Financial Stability Board* (FSB) secondo cui il *FinTech* può descriversi come: “*technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*”. Sul fenomeno in generale sia consentito rinviare a SCIARRONE ALIBRANDI, *Il TUF alla prova del FinTech*, in *Il Testo Unico Finanziario* diretto da M. CERA, G. PRESTI, Zanichelli, Bologna, 2020, vol. I, p. 29 ss.

prese di tipo *peer-to-peer*, come nel caso dell'*equity* o del *lending crowd-funding*).

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

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

Non vi è dubbio che l'odierna c.d. quarta rivoluzione industriale abbia come baricentro specifico la digitalizzazione delle attività umane. Si tratta di un processo che ha avuto origine qualche decennio fa con l'avvento di internet e le correlate tecnologie dell'informazione e della comunicazione, che hanno costituito le basi per la creazione di inediti paradigmi tecnologici, quali le piattaforme, l'intelligenza artificiale (AI) e i *BigData*.

Si è ormai compreso che sono due le forze propulsive della rivoluzione digitale: le informazioni e il paradigma economico-tecnologico della piattaforma.

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

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

Il nuovo paradigma delle piattaforme digitali<sup>2</sup> costituisce, infatti, una infrastruttura tecnologica a carattere triangolare che permette a molteplici interfacce, cui fanno riferimento una pluralità di soggetti differenti, di essere costantemente connesse tra loro e di svolgere una pluralità di attività. Tra queste vi è la produzione e/o lo scambio di beni e/o servizi in una piazza virtuale (c.d. *marketplace*), che segue i meccanismi di mercato che le sono propri. La complessità di questa nuova tecnologia risiede nella circostanza che lo stesso gestore della piattaforma non solo facilita l'instaurazione e la gestione dei rapporti tra gli utenti finali (anche attraverso la predisposizione dei contratti da stipularsi, poi, sotto il profilo formale, in via diretta tra questi ultimi) ma anche configura e offre in proprio alcuni servizi ai medesimi utenti. La piattaforma, dunque, si atteggia da un lato come mercato virtuale, in cui si incontrano domanda dei clienti e offerta degli intermediari tradizionali, e dall'altro come parte essa stessa di un autonomo rapporto con il cliente contribuendo a soddisfare le sue esigenze anche di tipo finanziario.

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

Si impone, dunque, un ripensamento di fondo del perimetro e dei ca-

---

<sup>2</sup> All'origine del crescente successo delle piattaforme *FinTech*, vi sono tre fattori principali: facilità di accesso, specializzazione nell'erogazione dei servizi e contenimento dei costi di ricerca e transazione. Più nel dettaglio, dal punto di vista economico, le piattaforme permettono di raggiungere due ordini di benefici: il primo di questi riguarda gli utenti, che si giovano della riduzione dei costi di transazione (soprattutto nel caso in cui la ricerca della controparte e la negoziazione avvengano in modo automatizzato attraverso il c.d. *matching*) e beneficiano degli effetti di rete (c.d. *network effects*), cioè dell'incremento complessivo di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di uno o più utenti genera per gli altri. Il secondo ordine di benefici interessa, invece, il gestore della piattaforma, che, in aggiunta ai ricavi da commissione per il servizio e/o i servizi resi, consegue, in qualità di *gatekeeper* della piattaforma medesima, importanti vantaggi informativi da posizionamento. Interponendosi tra i lati del mercato, il gestore beneficia della possibilità di accedere e controllare i dati relativi alle attività compiute tramite piattaforma da parte degli utenti, senza imbattersi nelle asimmetrie informative che tipicamente caratterizzano il tradizionale modello produttivo «a catena» e che, inevitabilmente, aumentano il costo di acquisizione dell'informazione. Per un'analisi approfondita di questo nuovo paradigma v. SCIARRONE ALIBRANDI, PANISI, *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, *Quaderni FinTech Consob*, n. 5, Consob, Milano, 2019.

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

ratteri qualificanti dei mercati e delle loro regole a partire da una rifocalizzazione degli interessi meritevoli di essere tutelati e dei rischi emergenti dall'utilizzo delle c.d. tecnologie abilitanti.

Come tutte le rivoluzioni, anche quella odierna ha caratteristiche sue proprie, fra le quali le due più peculiari sono la “pervasività” nei più disparati contesti socio-economici e la “trasversalità” rispetto alle settorializzazioni che ci sono familiari.

Quanto al primo dei due connotati, è comunemente osservabile come, l'applicazione di queste tecnologie non sia circoscritta a specifici settori economici e produttivi, ma si dispieghi nei più diversi contesti sociali.

Per quanto concerne, in particolare, il comparto economico-finanziario, l'uso delle strutture digitali è andato a rendere via via più labili non solo le tradizionali – ma invero già da tempo messe in discussione<sup>3</sup> – partizioni interne tra i diversi settori (bancario, finanziario e assicurativo), ma anche i confini esterni del comparto, vale a dire il *discrimen* tra attività propriamente finanziarie e non. Ciò è accaduto in ragione, da un lato, dell'ingresso nelle dinamiche delle transazioni finanziarie in senso lato, di soggetti «alternativi» rispetto agli operatori finanziari tradizionali, aventi un *core*

---

<sup>3</sup> Da qualche tempo è infatti diffuso in letteratura un approccio unitario in relazione alle problematiche che afferiscono ai settori bancario, finanziario e assicurativo (*ex multis*, per la puntualità delle osservazioni v. DOLMETTA, *Trasparenza dei prodotti bancari. Regole*, Zanichelli, Bologna, 2013, p. 70; SCIARRONE ALIBRANDI, *I bisogni finanziari, il sistema finanziario e le ragioni della sua regolazione. Le fonti*, in *Diritto commerciale* (a cura di M. CIAN), vol. IV *Diritto del sistema finanziario*, Giappichelli, Torino, 2020, p. 11). Da un punto di vista empirico, il contatto si coglie nell'elemento base, comune a tutte le attività *lato sensu* finanziarie, ossia il denaro, o meglio le risorse finanziarie affidate ad operatori professionali per l'ottenimento di utilità patrimoniali immediate o differite (così AMOROSINO, *Principi “costituzionali”, poteri pubblici e fonti normative in materia di mercati finanziari*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Giuffrè, Milano, 2008, p. 6). Da un punto di vista normativo, l'art. 2195, n. 4, c.c., che non menziona il settore dell'intermediazione finanziaria per ragioni storiche, tra le attività di impresa comprende in un unico insieme l'attività assicurativa e bancaria, riconoscendone un *quid* comune. Nel tempo, a seguito di una crescita disomogenea, le discipline si sono sempre più integrate tra loro. Ciò è avvenuto grazie al concorso di diversi fattori: un primo di carattere sostanziale e oggettivo quale l'evoluzione dei mercati e della struttura delle multinazionali che svolgono tali attività, le quali «utilizzano in modo sinergico le medesime reti per produrre e vendere servizi bancari, di intermediazione finanziaria in senso stretto e assicurativi». Un secondo è dato dalla comunanza dei principi di vertice di rango costituzionale e dalla spinta della normativa comunitaria che ha dettato nei tre settori regole e istituti analoghi. (AMOROSINO, *op. cit.*, p. 4 ss.). Alla luce di questo sviluppo ormai molteplici sono i punti di contatto che si possono rinvenire nella legislazione; da ultimo si rinvia al regolamento europeo c.d. PRIIPs (*packaged retail investment and insurance-based investments products*), direttamente applicabile dal 1° gennaio 2018. La normativa introduce per alcuni prodotti aventi caratteristiche sia finanziarie che assicurative una disciplina uniforme in relazione alla documentazione precontrattuale da fornire all'investitore.