



Dipartimento di Impresa e Management
Cattedra di Diritto Pubblico dell'Economia

LA COSTITUZIONE ECONOMICA ITALIANA
E L'ARTICOLO 47
ALLA LUCE DELL'INNOVAZIONE DIGITALE

RELATORE

Prof.ssa Mirella Pellegrini

CANDIDATO

Federico Grieci

Matr. 247631

Anno Accademico 2021 – 2022

*A te Mamma e a te Papà,
più bella cosa non c'è,
più bella cosa di voi,
unici come siete,
immensi quando volete,
grazie di esistere.
A voi devo tutto...*

Indice

Introduzione	2
1. Dalle origini al processo d’Integrazione economico europeo	5
1.1. I Principi Fondamentali della Costituzione Economica	5
1.2. L’ emanazione dell’art.47 della Costituzione italiana, un momento decisivo dell’evoluzione concettuale in tema di tutela del risparmio	8
1.3 Il processo di integrazione europea - UN PERCORSO A TAPPE -	14
2. Dal processo d’integrazione economico europeo alla nuova regolazione delle banche.....	20
2.1. L’evoluzione dell’ordinamento bancario.....	20
2.2. Le autorità indipendenti	25
2.3. Le crisi e le relative risposte dell’UE	32
3. La Tutela del Risparmio oggi alla luce del Fintech	41
3.1. La Smart Regulation dell’UE fit for purposes e l’art. 23 del TUF relativo alla prestazione dei servizi d’investimento	41
3.2. La gestione del risparmio nell’epoca del Fintech	55
3.2.1. (segue): Rischi informatici e il valore irrinunciabile delle competenze umane. La truffa della criptovaluta di Squid Game	67
3.3. La Regolazione Finanziaria e il suo “Paternalismo” per gli investitori di oggi	71
Conclusione	80
Bibliografia	82
Sitografia	83

Introduzione

Le riflessioni che riguardano questo lavoro sono relative al rapporto tra l'economia ed il diritto, che ci porta a parlare nello specifico di costituzione economica.

A tale Costituzione possono essere attribuiti significati diversi. Sarà proprio dalla distinzione di quest'ultimi, che riusciremo a comprendere che ogni Costituzione è figlia del suo tempo, mutando in tal modo in base al contesto storico di riferimento.

Tale affermazione così richiama alla nostra mente il concetto di "diritto vivente", quello che si realizza nella società, permettendoci di comprendere al meglio eventuali modifiche come ad esempio la Riforma del Titolo V della Costituzione.

Facendo riferimento in senso normativo agli articoli della Costituzione italiana che disciplinano i rapporti economici ed ai quali è dedicato il Titolo III (art 41- 47), tratteremo in particolare l'art.47.

Articolo 47

«La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito.

Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese».

Tale articolo, definito "principio cardine della costituzione economica"¹, disciplina il risparmio, sia inteso come liquidità che come risorsa per investimenti.

Il risparmio si configura dunque come un valore costituzionale, "tutelato" ed "incoraggiato" dallo Stato.

Naturalmente "risparmio" non inteso quanto valore in sé, ma solo in funzione della distribuzione della proprietà e della ricchezza. Sarebbe pertanto "escluso il risparmio inteso come mero accantonamento di ricchezza senza precisa destinazione".

«La connessione tra risparmio e credito espressa in tale disposizione evidenzia come la tutela del primo nella sua ordinaria configurazione creditizia presupponga la contemporanea difesa del valore della moneta. Quest'ultima non costituisce un valore

¹ Merusi F., *Art. 47*, in "Commentario alla Costituzione", a cura di G. Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 1980.

costituzionale isolato ma rappresenta uno dei fattori dell'equilibrio economico generale che trova espressione in un "quadrato magico", i cui supporti normativi sono gli artt. 10 e 11 Cost. (secondo i quali il nostro ordinamento, anche sotto il profilo economico, è aperto all'ordinamento internazionale), l'art. 81, ult. comma, Cost. (che regola i limiti della finanza pubblica), l'art.1 Cost.».

Il risparmio privato diventa un elemento di interesse pubblico perché fondamentale per la crescita del paese, degno quindi di particolare salvaguardia tanto da essere inserito nella Costituzione.

I membri della Costituente, infatti, avevano colto l'esigenza di porre anche le basi per una nuova politica economica attraverso uno Statuto: la Costituzione.

L'idea di regolare la vita della società attraverso "leggi scritte" affonda le sue radici in un lontano passato. Dal codice di Hammurabi alle Dodici Tavole, non mancano gli esempi di leggi scritte per regolare la vita dei popoli, ma esse nascevano dall'esigenza di chi esercitava il potere di stabilire delle regole². Letteralmente anche la parola Costituzione vuol dire "qualcosa di stabilito", ma la sua modernità rispetto al passato sta nel definire i diritti di ognuno, determinando quali siano i limiti dell'autorità.

Non più sudditi allora ma cittadini, quelli ai quali l'Assemblea Costituente pensò scrivendo quei 139 articoli che costituivano la base dell'ordinamento democratico.

«In questa Costituzione c'è dentro tutta la nostra storia, tutto il nostro passato, tutti i nostri dolori, le nostre sciagure, le nostre gioie. Sono tutti sfociati qui in questi articoli³».

In uno dei momenti più tragici del Paese, che appariva distrutto dalla guerra, il popolo italiano fu chiamato a votare ed il 2 giugno del 1946 scelse la Repubblica.

Proprio per restituire all'Italia valori come la libertà, la dignità e la democrazia, necessari alla costituzione di una società più giusta ed umana, i Padri Costituenti stilano la Costituzione, quale documento condiviso e di sintesi dei vari pensieri politici, che, promulgata il 27 dicembre 1947, rappresentò e rappresenta il fondamento della Repubblica. C'era l'Italia da ricostruire e la neonata Repubblica non poteva prescindere da una visione di futuro.

² Onida V., *«La Costituzione»*, Il Mulino, terza edizione, giugno 2017.

³ Calamandrei P., *«Discorso agli studenti milanesi»*, 26 gennaio 1955, reperibile nel sito: <https://www.comune.lecco.it/index.php/auto-genera-dal-titolo/allegati-news-comune/2018-1/12132-discorso-ai-giovani-sulla-costituzione-piero-calamandrei-1955/file>.

I primi 54 articoli comprendevano i principi fondamentali ed i diritti ed i doveri dei cittadini, i restanti trattavano l'ordinamento della Repubblica.

«La Costituzione è la carta della propria libertà, la carta per ciascuno di noi della propria dignità d'uomo.

La Costituzione non è una macchina che una volta messa in moto va avanti da sé. La Costituzione è un pezzo di carta, la lascio cadere e non si muove: perché si muova bisogna ogni giorno rimetterci dentro il combustibile; bisogna metterci dentro l'impegno, lo spirito, la volontà di mantenere queste promesse, la propria responsabilità ⁴».

Mi permetterei di aggiungere che non è una carta qualsiasi, è la “carta di identità” del Paese in cui viviamo, ma nello stesso tempo, come già un altro protagonista della fase costituente, Giuseppe Dossetti, riconosceva riflettendo sulla radice più profonda della Costituzione: *«Essa porta l'impronta di uno spirito universale ed in un certo modo transtemporale⁵».*

⁴ Calamandrei P., “Discorso agli studenti milanesi”, 26 gennaio 1955, cit. pag. 3.

⁵ Dossetti G., “Dibattito sulla finalizzazione delle libertà”, marzo 1947, reperibile nel sito: <https://rivistadialoghi.it/articolo/22017/giuseppe-dossetti-pensare-attuare-e-difendere-la-costituzione>.

1. Dalle origini al processo d'Integrazione economico europeo

1.1. I Principi Fondamentali della Costituzione Economica

In seguito al primo conflitto mondiale, nasce nella cultura gius-pubblicistica tedesca l'espressione «costituzione economica», alla quale possiamo attribuire tre accezioni diverse. La prima accezione di «costituzione economica» può essere intesa come l'insieme delle norme della Costituzione relative ai rapporti economici e, quindi, per quanto concerne quella italiana, in particolare si fa riferimento agli artt. 41 e 43 della Costituzione, relativi all'impresa, agli artt. 42 e 44, relativi alla proprietà, nonché alle norme relative alla cooperazione e al risparmio, che sono rappresentate dagli artt. 45 e 47 della Costituzione.

Oltre a tale insieme normativo, quando si parla di «costituzione economica», è necessario far riferimento anche a quelle norme che, pur essendo contenute in leggi ordinarie, risultano essere di rilevanza costituzionale. Ricordiamo a tal proposito l'importanza della legge 10 ottobre 1990, n. 287 (cosiddetta legge «antitrust»), e il decreto-legge 11 luglio 1992, n. 333 (convertito con legge 8 agosto 1992, n. 359), che ha disposto la privatizzazione delle maggiori imprese pubbliche.

La seconda accezione di «costituzione economica» è relativa a tutti quegli istituti che non appartengono necessariamente alla Costituzione scritta, pur facendo parte del diritto.

«In questo senso, l'espressione risale all'opera del maggior costituzionalista dell'Inghilterra vittoriana, Albert Venn Dicey⁶. Dicey, professore ad Oxford, nel 1898 venne invitato a tenere alcune conferenze ad Harvard, università che in quegli anni aveva iniziato ad acquisire una certa importanza. Le conferenze vennero pubblicate in forma di libro, intitolato Diritto e opinione pubblica nell'Inghilterra del XIX secolo.

Il giurista esponeva la tesi di un crescente interventismo, iniziato con le cosiddette leggi sui poveri, per l'influenza del «collettivismo».

Dicey registrò il cambiamento di quella che egli chiamò «legislative public opinion». Tale espressione è difficilmente traducibile, ma indica, per un verso, gli istituti del diritto positivo in quanto consacrati in leggi e, per l'altro, il modo nel quale le leggi, collegandosi l'una all'altra, fanno parte di un unico corso (che produsse l'abbandono del liberismo).

⁶ Cassese S., "I tre significati di costituzione economica", "La nuova costituzione economica", Editori Laterza, gennaio 2021.

Il contributo di A.V. Dicey è molto importante. Dal punto di vista del metodo, Dicey mostra che l'analisi dei rapporti tra Stato ed economia non può fondarsi solo sulle norme, ma deve andare oltre, verso quello che i francesi chiamerebbero il mutare dello spirito pubblico. Dicey è stato il primo a segnalare la fine del liberismo e la nascita del collettivismo in Inghilterra, nel paese dove per prima si è sviluppata l'economia in senso moderno, con la rivoluzione industriale del 1700.

Questo, dunque, è un altro significato di «costituzione economica»: non solo analisi delle norme costituzionali e delle leggi, ma anche analisi dei mutamenti dell'opinione pubblica».

In conclusione, se in primo luogo per costituzione economica si intende l'insieme delle norme costituzionali, in secondo luogo le leggi e l'opinione pubblica, il terzo significato che le si attribuisce è quello più ampio di “diritto vivente”, per il quale inoltre, ogni Costituzione è *“figlia del suo tempo”*, mutando in tal modo in base al contesto storico di riferimento.

Nello specifico, la terza accezione di «costituzione economica» comprende, anche gli aspetti amministrativi ed applicativi, e più in generale diciamo che *«abbraccia principalmente istituti, norme e prassi relativi ai rapporti economici e alle imprese. Ma non si ferma qui, perché deve tener conto anche di altri aspetti, come quelli sociali e culturali: ad esempio, dell'assistenza sanitaria e dell'istruzione scolastica, in quanto comportano spese⁷».*

Anticipando sommariamente anche quello che sarà riportato nei capitoli successivi, va inoltre sottolineato che la costituzione economica può essere studiata in tre modi diversi.

«Il primo è quello tradizionale, dei giuristi che analizzano l'equilibrio stabilito dalla legge, in ordine a ciascun bene o utilità, tra autorità e libertà, tra potere pubblico e situazione giuridica soggettiva privata, tra intervento statale e proprietà o impresa (del privato). Il secondo approccio è quello delle politiche di settore, proprio degli studiosi che mirano a verificare le caratteristiche dell'azione statale settore per settore. Il terzo approccio è quello che considera il governo degli aggregati, ovvero le politiche generali».

La costituzione economica italiana si ispira a principi relativi ai concetti di proprietà, impresa, finanza pubblica, tassazione e lavoro. *«In questo contesto va sottolineato che tali principi si configurano come declinazioni dei principi fondamentali⁸»*, ovvero il principio di solidarietà, il principio di egualitarismo ed infine il principio di sussidiarietà. Il principio di solidarietà fa riferimento all'articolo 2 della Costituzione che recita le seguenti parole⁹: *«La Repubblica riconosce e garantisce i diritti inviolabili dell'uomo, sia come singolo sia nelle*

⁷ Cassese S., *“I tre significati di costituzione economica”*, *“La nuova costituzione economica”*, cit. pag. 5.

⁸ Pellegrini M., *“Corso di diritto pubblico dell'economia”*, Wolters Kluwer, CEDAM, 2016.

⁹ La Costituzione, *“I Principi Fondamentali”*, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/principi-fondamentali/articolo-2>.

formazioni sociali ove si svolge la sua personalità, e richiede l'adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale». In questo modo è possibile evidenziare l'importanza del dovere di solidarietà politica, economica e sociale.

Il principio di egualitarismo riprende invece la formulazione dell'articolo 3 della Costituzione che recita ¹⁰: «*Tutti i cittadini hanno pari dignità sociale e sono eguali davanti alla legge, senza distinzione di sesso, di razza, di lingua, di religione, di opinioni politiche, di condizioni personali e sociali*», permettendo di mettere in luce il tema della rimozione delle barriere economiche e sociali. Infine, il principio di sussidiarietà è legato all'art. 118 Cost., per il quale sono state dedicate queste parole ¹¹: «*Le funzioni amministrative sono attribuite ai Comuni salvo che, per assicurarne l'esercizio unitario, siano conferite a Province, Città metropolitane, Regioni e Stato, sulla base dei principi di sussidiarietà, differenziazione ed adeguatezza*». Da quest'ultime, è possibile comprendere la rilevanza degli Interventi pubblici nei quali i servizi privati non possono essere efficacemente prestati. Da questi principi di base, risulta evidente il collegamento con i *temi principali*, affrontati nelle «costituzioni economiche» europee e italiane. I trattati europei contengono una serie di norme mirate a fornire sostanza alla progettazione generale di un mercato unico aperto, competitivo e funzionante. A tal fine, nel trattato sono proposte tre serie di norme:

-regole di tutela e promozione della concorrenza (applicate attivamente dalla Commissione Europea, che regola la politica di concorrenza). Quindi: discipline che regolano l'organizzazione (ad esempio: la *governance* di una società quotata in borsa) e lo svolgimento delle attività economiche (ad esempio: la produzione di medicinali o la somministrazione al pubblico di alimenti o bevande);

-le quattro libertà di circolazione (merci, lavoratori, servizi e capitali); quindi la regolamentazione e i controlli pubblici che riguardano l'organizzazione giuridica ed il funzionamento efficiente e corretto dei tanti tipi di mercati esistenti (ad esempio: bancario o del gas), nei quali i beni ed i servizi prodotti dalle attività economiche vengono comprati, venduti o scambiati;

-limitazione degli aiuti di Stato alle imprese (la parola "Stato" utilizzata come parte di un tutto si riferisce anche ad altri enti o organismi pubblici). Per cui, sono norme che attribuiscono a pubblici poteri, di vario genere e livello, il compito di controllare il rispetto e l'attuazione delle regole e, in alcuni casi, di integrare le regole stesse.

¹⁰ La Costituzione, "*I Principi Fondamentali*", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/principi-fondamentali/articolo-3>.

¹¹ La Costituzione, "*Titolo V*", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parti-ii/titolo-v/articolo-118>.

Come già accennato (Cassese), la libertà di circolazione e il divieto (di fatto, restrizione) degli aiuti di Stato, contribuiscono a creare un mercato competitivo (es: nel campo degli appalti pubblici, il principio generale è che per tutta l'Europa non esistano aziende locali). Se siamo dalla parte della "costituzione economica italiana", balza alla vista la diversità degli oggetti e di impostazione. Nella Costituzione della Repubblica, sono disciplinati i seguenti argomenti:

I) lo statuto giuridico della proprietà (es. agricolo, urbano, forestale, etc.);

II) lo statuto giuridico dell'impresa: privata, pubblica, ma anche "sociale", e la possibilità di riservare alcuni settori di attività agli organismi pubblici;

III) la disciplina e programmazione finanziaria e di bilancio, ed in quest'ambito, la sfera per le funzioni essenziali dello "Stato" che è erogatore, investitore o acquirente;

IV) l'ordinamento tributario;

V) i rapporti di lavoro.

«Questi ultimi due aggregati" formano tradizionalmente oggetto di due discipline autonome: il diritto tributario ed il diritto del lavoro, che si occupano anche dei principi costituzionali in materia (ad esempio: la possibilità di imporre "tasse" solo in base alla legge e la progressività dell'ordinamento tributario; oppure la libertà di organizzazione sindacale, la tutela della dignità dei lavoratori e del diritto di sciopero).

Gli studiosi di diritto dell'economia (a partire dal fondatore, in Italia, della materia: M.S. Giannini) si concentrano, quindi, sui primi tre temi¹²: il nocciolo della nostra "costituzione economica" è contenuto negli articoli 41-47».

È necessario ricordare che sia direttamente (in successivi articoli), sia attraverso il rinvio a leggi ordinarie, la "costituzione economica" prevede che le leggi ordinarie configurino una pluralità di regimi giuridici sia della proprietà che dell'impresa.

1.2. L' emanazione dell'art.47 della Costituzione italiana, un momento decisivo dell'evoluzione concettuale in tema di tutela del risparmio

La costituzione economica intesa non solo come la «spina dorsale¹³» del nostro Ordinamento che non può essere modificata, ma anche come l'insieme di principi normativi

¹² Amorosino S., *I temi principali trattati nella "Costituzione Economica" Europea ed in quella Italiana*, "Corso di diritto pubblico dell'economia" a cura di Pellegrini M., cit. pag. 6.

¹³ Cartabia M., "Il messaggio di Cartabia ai Magistrati", a cura di "La Repubblica", giugno 2021, reperibile nel sito: https://www.repubblica.it/politica/2021/06/18/news/giustizia_cartabia_toghe_onore-306665266/.

di livello costituzionale che riguardano le attività economiche e i mercati, fa riferimento a norme specifiche per determinati fenomeni economici. Come vedremo anche nei paragrafi successivi, il quadro della nostra costituzione economica si è complicato con l'Unione Europea nella seconda metà del 1900, nonostante ciò però, i “*pilastri fondamentali*”¹⁴ della nostra costituzione economica sono rappresentati sempre dagli articoli che vanno dal 41 al 47 della Costituzione. Tra questi ultimi è necessario evidenziare l'importanza specialmente degli artt. 41, 45 e 47. Nell'articolo 41, in cui viene sancito che: «*L'iniziativa economica privata è libera. Non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali*»¹⁵, si fa riferimento alla libertà di iniziativa economica privata, la quale viene riconosciuta come libera, e per tale motivo non può svolgersi in contrasto con l'utilità sociale. Il termine “libera” pone l'accento sull'impossibilità dello Stato di imporre ai privati il tipo di attività da svolgere. Sottolineiamo anche che il principio cardine dell'articolo 41 è la libertà di iniziativa economica privata e la garanzia della libera concorrenza. Inoltre, nel comma 3 di tale articolo è prevista anche un'importante riserva di legge. Un esempio di applicazione reale a tale normativa la si può visionare nel campo della sicurezza sul lavoro, ad esempio attraverso l'adozione di caschi per gli operai. Relativamente al raffronto con le disposizioni della costituzione economica europea, va notata l'estraneità allo statuto dell'impresa delineato dall'art. 41, sia della dimensione del mercato sia della stessa nozione di concorrenza¹⁶. Inoltre, negli ultimi giorni si è discusso a lungo sul quadro di tale norma e fonte dell'Ordinamento finanziario italiano, affinché ad essa venisse aggiunto, come poi è avvenuto, anche il tema legato all' “ambiente e alla sostenibilità”, importante Challenge del mondo odierno per imprese ed istituzioni.

L'art. 42, che recita: «*La proprietà è pubblica o privata. I beni economici appartengono allo Stato, ad enti o a privati. La proprietà privata è riconosciuta e garantita dalla legge, che ne determina i modi di acquisto, di godimento e i limiti allo scopo di assicurarne la funzione sociale e di renderla accessibile a tutti. La proprietà privata può essere, nei casi preveduti dalla legge, e salvo indennizzo, espropriata per motivi d'interesse generale. La legge stabilisce le norme ed i limiti della successione legittima e testamentaria e i diritti dello*

¹⁴ Pellegrini M., “*Corso di diritto pubblico dell'economia*”, cit. pag. 8.

¹⁵ La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-41>.

¹⁶ Amorosino S., *I temi principali trattati nella “Costituzione Economica” Europea ed in quella Italiana*, “*Corso di diritto pubblico dell'economia*” a cura di Pellegrini M., cit. pag. 9.

Stato sulle eredità¹⁷» invece, è legato al diritto di proprietà, assumendo una forte impostazione individualistica dove si fa riferimento al diritto del singolo imprenditore o proprietario, ponendo limiti all'esercizio della proprietà in relazione alla funzione sociale di essa.

L'art. 43, sancendo che: *«A fini di utilità generale la legge può riservare originariamente o trasferire, mediante espropriazione e salvo indennizzo, allo Stato, ad enti pubblici o a comunità di lavoratori o di utenti determinate imprese o categorie di imprese, che si riferiscano a servizi pubblici essenziali o a fonti di energia o a situazioni di monopolio ed abbiano carattere di preminente interesse generale¹⁸»*, prevede che venga riservato il monopolio allo Stato ed agli enti pubblici in alcuni settori per i quali sussista un particolare interesse da parte della collettività, come ad esempio nel caso dello Stato che ha facoltà di creare aziende statali volte a gestire il regime di monopolio per alcuni servizi (es. Enel, Sip, Eni).

«La sopravvenienza della costituzione economica europea ha depotenziato le disposizioni dell'art. 43 in quanto, nel contesto europeo, da un lato, le posizioni dominanti nel mercato sono sanzionate in quanto anticoncorrenziali e, dall'altro, le imprese pubbliche devono competere nei mercati alla pari delle altre, senza privilegi o aiuti di Stato.

Va peraltro ricordato che la crisi finanziaria ha propiziato negli anni più recenti la pubblicizzazione di banche o altri tipi di imprese ritenute strategiche, che si trovavano in situazioni critiche, anche con parziali o temporanee deroghe ai principi europei. In Italia è stato questo il caso di Alitalia (privatizzata con il supporto pubblico) e attualmente del gruppo ILVA, per il quale la formula d'intervento dello Stato configura una indiretta, ma sostanziale seppure temporanea, pubblicizzazione¹⁹».

Successivamente è necessario concentrarsi sugli articoli 44 (proprietà agraria), 45 (cooperazione a carattere di mutualità) e 46 (cogestione delle aziende), in quanto appaiono anacronistici, necessitando così di una rilettura.

L'art. 44, caratterizzato dalle seguenti parole: *«Al fine di conseguire il razionale sfruttamento del suolo e di stabilire equi rapporti sociali, la legge impone obblighi e vincoli alla proprietà terriera privata, fissa limiti alla sua estensione secondo le regioni e le zone agrarie, promuove ed impone la bonifica delle terre, la trasformazione del latifondo e la*

¹⁷ La Costituzione, "Rapporti economici", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-42>.

¹⁸ La Costituzione, "Rapporti economici", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-43>.

¹⁹ Amorosino S., *I temi principali trattati nella "Costituzione Economica" Europea ed in quella Italiana, "Corso di diritto pubblico dell'economia"* a cura di Pellegrini M., cit. pag.9.

ricostituzione delle unità produttive; aiuta la piccola e la media proprietà. La legge dispone provvedimenti a favore delle zone montane²⁰» può essere definito oggi “inattuale” perché gli scenari che apparivano ai Padri Costituenti nel dopoguerra, non sono più gli stessi.

Le ampie proprietà terriere, in mano a pochi latifondisti, necessitavano di una Riforma Agraria, realizzata negli anni Cinquanta. In tempi recenti, la Questione Agraria riguarda principalmente questioni di carattere ambientale e sostenibile per le produzioni agroalimentari.

Di rilevante importanza è sicuramente anche l'articolo 45 che recitando: «*La Repubblica riconosce la funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata. La legge ne promuove e favorisce l'incremento con i mezzi più idonei e ne assicura, con gli opportuni controlli, il carattere e le finalità. La legge provvede alla tutela e allo sviluppo dell'artigianato²¹*», stabilisce che la Repubblica riconosce le funzioni sociali della cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata. Il caso dell'art. 45 è dedicato al riconoscimento ed alla promozione della “cooperazione a carattere di mutualità e senza fini di speculazione privata”. Per comprendere al meglio le parole di codesto articolo, possiamo pensare ad esempio ai soci di una cooperativa che lavorano e dividono i diversi utili. Per tale cooperativa la nostra Costituzione ha sempre garantito delle agevolazioni, ma verso la fine degli anni 50' il Professor Ferri sosteneva che cominciassero a sorgere alcuni problemi. Ad esempio, a Pisa prima esistevano le famose cooperative librerie, che molto spesso applicavano sconti pari al 15%, creando però “l'insana concorrenza” che portava conseguenzialmente alla presenza di fenomeni vicini alla speculazione privata. Il fine di codesto articolo era quello di favorire la ripresa del movimento cooperativo, che era stato perseguitato dal regime fascista, e che doveva scontrarsi con uno scenario economico-sociale cambiato notevolmente.

Basti pensare alla grande distribuzione che ha conservato della struttura originaria soltanto la forma con i relativi vantaggi fiscali, perdendo però la natura mutualistica, definita “Falsa Cooperativa”²².

²⁰ La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-44>.

²¹ La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-45>.

²² Papa Francesco, “*Lottare contro le false cooperative che ingannano la gente*”, a cura di “*Il Sole 24 ORE*”, febbraio 2015, reperibile nel sito: <https://st.ilssole24ore.com/art/notizie/2015-02-28/papa-francesco-lottare-contro-false-cooperative-che-ingannano-gente--121627.shtml?uuid=ABJkMB2C>.

Poco attuale appaiono anche le parole dell'art. 46 per cui viene affermato: «*Ai fini della elevazione economica e sociale del lavoro e in armonia con le esigenze della produzione, la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende*²³», perché l'intenzione originaria dei Costituenti, di consentire il graduale ingresso dei lavoratori nella gestione delle imprese, ha dimostrato negli anni di non essere realizzabile, anzi spesso gli imprenditori ed i lavoratori sono apparsi in conflitto, escludendo così ogni possibile forma di collaborazione.

«In conclusione, i rapidi e sommari richiami agli articoli 41-46 della Costituzione mostrano ch'essi:

- per un verso appaiono "superati" dalle evoluzioni della realtà economico-sociale e quindi della costituzione economica materiale;

- per altro verso vanno riletti in modo selettivo, ed "integrati" (per così dire) per conformarsi alla costituzione economica europea;

- per altro verso ancora non offrono se non qualche appiglio generico alle nuove teorizzazioni - peraltro assai discusse - sui c.d. beni comuni²⁴».

Un'altra norma cardine della nostra costituzione economica e fonte del nostro Ordinamento finanziario è sicuramente rappresentata dall'articolo 47, che con le seguenti parole: «*La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*²⁵» può essere considerato come «*il pilastro*²⁶, sul quale si fondano tutti i pubblici poteri nazionali di regolamentazione e di controllo delle attività finanziarie delle più diverse specie: bancarie, d'intermediazione in senso stretto, assicurative e relative alla previdenza complementare, perché tutte hanno in comune la "materia prima", appunto il risparmio. In sintesi: l'articolo 47 è divenuto l'ombrello costituzionale cui sono riconducibili le regolamentazioni, in senso lato, di tutte le attività finanziarie». Le parole di codesto articolo sanciscono che la Repubblica

²³ La Costituzione, "Rapporti economici", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-46>.

²⁴ Amorosino S., *I temi principali trattati nella "Costituzione Economica" Europea ed in quella Italiana*, "Corso di diritto pubblico dell'economia" a cura di Pellegrini M., cit. pag. 10.

²⁵ La Costituzione, "Rapporti economici", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-47>.

²⁶ Amorosino S., *La tutela del risparmio: evoluzioni e convergenze*, "Corso di diritto pubblico dell'economia" a cura di Pellegrini M., cit. pag. 12.

incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme, disciplinando, coordinando e controllando l'esercizio del credito.

Anche nel dopoguerra, la Costituzione ha dato riconoscimento al pregresso impianto ordinamentale che aggregava una pluralità di imprese bancarie sottoposte al controllo pubblico.

In particolare, l'emanazione dell'art. 47 Cost. segna un momento cruciale dell'evoluzione concettuale in tema di tutela del risparmio.

Il legame tra risparmio e credito, espresso in tale disposizione, sottolinea come la tutela del primo nella sua ordinaria configurazione creditizia, presupponga simultaneamente la difesa del valore della moneta. Quest'ultima non rappresenta un valore costituzionale isolato, ma costituisce uno dei fattori dell'equilibrio economico generale che trova espressione in un "quadrato magico²⁷", i cui supporti normativi sono gli artt. 10 e 11 Cost. (secondo i quali il nostro ordinamento, anche sotto il profilo economico, è aperto all'ordinamento internazionale), l'art. 81, ult. comma, Cost. (che regola i limiti della finanza pubblica) ed infine l'art. 1 Cost.

In questo modo l'articolo 47 risponde alla Legge Economica bancaria del 1936, dopo la Grande Depressione.

Questa importante norma del 1936, con la quale il nostro Paese voleva garantire il risparmio, è una legge piena di vincoli, dove le banche però avevano sicuramente più libertà attraverso il famoso fenomeno della "BANCA MISTA", che ha determinato così una forte vigilanza pubblica delle banche, ad esempio attraverso la Banca d'Italia. La Costituzione del 1948, con l'articolo 47 recepisce la legge del 1936 per la tutela del risparmio. Infatti, nel 1948 il risparmio era rivolto solo alle banche, tenendo però così bene in mente il concetto attraverso cui altri soggetti legati alla tutela del risparmio, che si sono sviluppati con la liberalizzazione del mercato bancario, all'epoca ancora non esistevano. Con riferimento all'art. 47, l'interpretazione di questa norma ha subito nel tempo, alla luce dell'evoluzione economica, finanziaria e istituzionale degli ultimi cinquant'anni, un'interpretazione evolutiva che ha comportato una divaricazione della "Costituzione vivente" rispetto al testo positivo.

²⁷ Caretti P., De Siervo U., "Diritto Costituzionale e Pubblico", "La titolarità del potere di emissione in Italia", Giappichelli G. Editore, Torino, luglio 2018.

Nei primi anni di vigenza della norma, l'indeterminatezza del concetto di «risparmio da un punto di vista giuridico²⁸» e la concisione semantica della norma hanno indotto la giurisprudenza e la dottrina ad attribuire un carattere programmatico alla disposizione (con la conseguenza che questa non sarebbe ritenuta portatrice di significati immediatamente e direttamente precettivi).

1.3. Il processo di integrazione europea - UN PERCORSO A TAPPE -

Come già accennato nel paragrafo precedente, il quadro della costituzione economica italiana si è complicato con l'Unione Europea, specialmente nella seconda metà del 1900, in quanto accanto alla costituzione economica nazionale, ritroviamo anche quella europea.

Ripartendo da un'epoca ancora più remota, va detto che le costituzioni liberali "classiche" dell'800, come in Italia lo Statuto Albertino (1849), solitamente non si occupavano dell'ambito economico.

Differentemente, nelle Costituzioni Europee del Novecento fino ad arrivare a quelle emanate dopo la Seconda Guerra Mondiale, si dà largo spazio alla sfera economica.

Infatti, l'origine di queste novità è da ricercarsi nei profondi mutamenti di carattere sia sociale che economico, che avevano riguardato gli Stati in quegli anni.

«Gli Stati del '900 sono, al contempo, sociali ed amministrativi, perché si caricano di numerosissimi compiti, molti dei quali di rilievo economico (servizi o attività d'impresa) o di controllo di attività economiche di interesse generale (ad esempio: le banche)²⁹».

Con riferimento alle parti di queste costituzioni, nelle quali sono enunciati principi generali relativi alla sfera economica, si è iniziato a parlare di "costituzioni economiche".

Il quadro si è poi complicato in Europa nella seconda metà del Novecento, perché, accanto alle Costituzioni Nazionali, si è venuta stratificando, a partire dal Trattato di Roma del 1957, e via via con i trattati successivi, anche una "costituzione economica europea".

Le dimensioni economico-costituzionali a cui bisogna affidarsi sono dunque due, strettamente interdipendenti, perché le disposizioni del T.F.U.E. (soprattutto) e di altri

²⁸ Per la scienza economica invece il risparmio è quella parte di reddito netto che non viene consumata. Il risparmio è ogni forma di surplus monetario di carattere volontario in qualunque modo indirizzato, così A. Cerri, A. Baldassarre, *Interpretazione dell'ordinanza di rimessione, tutela del risparmio, decreti legislativi vincolati*, «Giur. Cost.», 1965, p. 824. Altri invece sostengono che oggetto della tutela costituzionale sia solo il risparmio che sia componente del ciclo economico e non puro e semplice accantonamento di moneta, così Merusi, F. *Art. 47*, in *Commentario alla Costituzione*, a cura di Branca G., Zanichelli, Bologna-Roma, 1980.

²⁹ Amorosino S., *«La costituzionalizzazione dei rapporti economici»*, *«Corso di diritto pubblico dell'economia»* a cura di Pellegrini M., cit. pag. 12.

accordi come il c.d. *fiscal compact* del 2012 e, in certa misura, della CEDU hanno una forza formale conformativa delle costituzioni nazionali, che vanno integrate e reinterpretate in conformità a quella europea.

«Si tratta di una "convivenza" non semplice perché tra le due sfere, europea e nazionale italiana, non vi è coincidenza di ispirazione generale né di visione complessiva per quanto riguarda le "materie economiche".

Le maggiori asimmetrie sono due:

I) la "costituzione economica" europea (intesa soprattutto sul versante del T.F.U.E.) ha il suo centro di gravità nel mercato, e precisamente nella sua complessa organizzazione giuridica, in funzione della costruzione compiuta del mercato unico europeo, anche nella prospettiva che le istituzioni dell'Unione possano negoziare, in funzione dell'intera "Europa economica" nelle sedi politico-economiche internazionali.

Viceversa, la "costituzione economica" ha al centro la proprietà e in secondo luogo l'impresa visti come diritti del singolo, che sono riconosciuti, ma possono essere limitati e conformati dalle leggi dello Stato, in funzione degli interessi della comunità;

II) la disciplina della sfera economica caratterizza uno degli assi principali dei Trattati europei mentre è quantitativamente e qualitativamente meno importante nella Costituzione italiana.

A tali asimmetrie può essere fornita una spiegazione storica che: la Comunità europea nasce come comunità economica, in vista della creazione di un mercato comune, e ciò si è rispecchiato ovviamente nei Trattati, via via succedutisi, che la reggono, sino alla sua configurazione come Unione europea.

Nei principi o enunciati generali contenuti nei testi delle costituzioni in "materia economica" si rispecchiano i valori ed indirizzi di fondo politici, culturali e sociali - che caratterizzano la costituzione materiale, posta a base di quella scritta.

Sono dunque, il punto di incidenza tra le scelte sostanziali di valore e la forma della costituzione. Traducendosi più o meno compiutamente e chiaramente nel testo scritto, gli indirizzi ed i valori assumono una peculiare forza formale (Crisafulli), perché i principi cristallizzati nel testo costituiscono il primo criterio di interpretazione delle altre disposizioni della costituzione "economica".

Per quanto riguarda la costituzione economica europea, il principio ordinatore di sistema è quello dell'economia sociale di mercato.

In termini semplificati, ciò vuol dire che il sistema economico si fonda sulla libertà d'impresa e di mercato, assoggettati peraltro a regole di fonte pubblica per assicurarne la correttezza ed efficienza ed anche correggerne le storture (mercato che, dunque, va corretto).

E l'aggettivo "sociale" esprime una scelta di fondo: l'economia di mercato è considerata il migliore contesto economico-sociale per concedere lo sviluppo della società libera ed aperta, ma deve essere regolamentata dai pubblici poteri perché la società non può essere posta al servizio del mercato, ma deve accadere il contrario (Predieri)³⁰».

I Pubblici poteri praticamente apportano “correzioni” ai mercati per impedirne le distorsioni o mettere riparo ai fallimenti e questo attraverso “aperture, efficienza, trasparenza e concorrenzialità dei mercati stessi”.

Per far questo sono necessari due strumenti: il primo è la capacità della comunità europea di uniformarsi alla legislazione nazionale; il secondo è operare una politica di coesione tra gli Stati dell'Unione Europea, sia sul piano sociale che economico-territoriale, per ridurre al minimo il divario.

«Facendo il confronto tra i principi ispiratori della "costituzione economica" europea e di quella italiana, si può dire molto schematicamente:

1) l'economia libera, aperta e concorrenziale, sia pure accompagnata dai correttivi decisi dai pubblici poteri, costituisce un criterio di interpretazione vincolante del complesso di disposizioni dedicate nella Costituzione italiana al diritto di proprietà e d'impresa. Ciò esclude ormai le interpretazioni "progressive" (affermatesi negli anni '60 del '900) le quali subordinavano tali diritti a finalità politiche di modificazione degli equilibri sociali (finalità nelle quali si concreterebbe la "funzione sociale" dei diritti stessi).

Sarebbe ormai improponibile una programmazione di tipo imperativo, dirigistico che assegnasse alla proprietà o all'impresa finalità decise dal pubblico potere. Viceversa, sono compatibili con la costituzione economica europea forme di programmazione condizionale fondate sulla logica premiale: se tu, imprenditore o proprietario, adotti certe decisioni, considerate di utilità generale, ottieni dei vantaggi (ad esempio: fiscali).

In sintesi: il principio dell'economia sociale di mercato "detta" l'unica interpretazione degli artt. 41 e 42 della Costituzione compatibile con la costituzione economica europea. Programmi e controlli pubblici sono consentiti nella misura in cui le limitazioni all'autonomia privata sono strettamente proporzionali alla tutela di valori primari, quali la salute, la sicurezza, l'ambiente, il patrimonio culturale, la dignità della persona;

³⁰ Amorosino S., “La costituzionalizzazione dei rapporti economici”, “Corso di diritto pubblico dell'economia” a cura di Pellegrini M., cit. pag.14.

II) viceversa, il principio europeo di coesione non si contraddice al principio solidaristico enunciato dalla Costituzione, che può essere riletto in tale chiave;

III) infine, il principio di sussidiarietà (anche in campo economico), pur avendo radici culturali profonde anche in Italia, si è affermato dapprima in sede europea, come indirizzo generale per cui i pubblici poteri devono occuparsi esclusivamente dei compiti che i privati, organizzati sia in forma profit che "no profit (cd. privato sociale), non riescono a svolgere in modo efficiente.

La sussidiarietà è stata infatti inserita nell'art. 118 della Costituzione solo nel 2001³¹».

Tenendo sempre ben in mente il concetto per cui “La normativa Nazionale prevale su quella Europea”, ricordiamo che, gerarchicamente parlando, sussistono delle differenze tra il Sistema delle Fonti Europeo ed Italiano. A livello Europeo, partendo dal basso verso l’alto della piramide, ritroviamo “Rinvii, usi e consuetudini”, succeduti dagli “accordi”, che a loro volta sono seguiti da “direttive, regolamenti, decisioni, pareri e raccomandazioni”, ritrovando in cima a tutto i “trattati”. Contrapposto a tale ordine gerarchico, dall’altra parte a livello Nazionale, in basso alla piramide vi sono “usi e consuetudini”, poi “i regolamenti”, che sono succeduti da “leggi ordinarie e atti avente forza di legge”, a loro volta sottostanti alla “Costituzione”.

Il sistema economico europeo si fonda sulla libertà d’impresa e di mercato. Le regole di fonte pubblica assicurano correttezza ed efficienza e ne correggono le storture (mercato corretto).

Bisogna notare con attenzione, che il principio europeo di coesione non contrasta con il principio solidaristico enunciato dalla Costituzione che può essere riletto in tale chiave.

In sintesi, quindi, la costituzione economica europea si rifà ad una serie strumenti, quali una politica di coesione ed un’economia sociale di mercato, al fine di tutelare e promuovere la concorrenza, di concedere la libertà di circolazione ed infine porre delle limitazioni agli eccessivi aiuti di Stato³².

In questo quadro, inoltre, l’intervento Pubblico gioca un ruolo fondamentale per correggere i fallimenti ed evitare le distorsioni.

Concludendo, possiamo schematizzare il Processo di Integrazione Europea attraverso l’elencazione delle principali tappe che sono le seguenti:

³¹ Amorosino S., “La costituzionalizzazione dei rapporti economici”, “Corso di diritto pubblico dell’economia” a cura di Pellegrini M., cit., pag.16.

³² Pellegrini M., “Corso di diritto pubblico dell’economia”, cit. pag 17.

- 1951: Trattato di Parigi – nasce la CECA
- 1957: Trattati di Roma – istituisce la CEE e l'EURATOM
- 1986: ATTO UNICO EUROPEO – nasce il mercato comune europeo
- 1992: Trattato di Maastricht – nasce l'UE
- 1997: Trattato di Amsterdam – attribuzione nuove competenze UE
- 2001: Trattato di Nizza – introduzione Carta dei diritti fondamentali
- 2007: Trattato di Lisbona – T.U.E. e T.F.U.E

«Il primo trattato, firmato nel 1951, ha istituito l'Assemblea parlamentare, in seguito ride nominata Parlamento europeo. L'obiettivo del trattato era quello di far collaborare i sei paesi firmatari, fino a poco tempo prima belligeranti, al fine di raggiungere obiettivi comuni. I successivi trattati hanno sancito nuovi ambiti di collaborazione o sono stati elaborati per migliorare il funzionamento delle istituzioni dell'UE, poiché il numero di Stati membri è cresciuto nel tempo da 6 a 28.

Per esempio, la politica agricola è stata introdotta nel trattato CEE e il trattato di Nizza ha riformato il quadro istituzionale dell'UE.

Il Parlamento europeo, il Consiglio, la Commissione, la Corte di giustizia e la Corte dei conti esercitano i loro poteri conformemente ai trattati. La Commissione è considerata "custode dei trattati". Ogniqualvolta si rende necessario elaborare un nuovo trattato o modificarne uno esistente, viene istituita una Conferenza intergovernativa (CIG) nella quale si riuniscono i governi degli Stati membri. Il Parlamento viene consultato ed emette il proprio parere sul trattato in fase di definizione ed elaborazione.

Ad ogni nuovo trattato, il Parlamento ha acquisito sempre maggiori poteri democratici, legislativi e di controllo. Con il trattato di Bruxelles (firmato nel 1975) il Parlamento ha ottenuto il diritto di verificare i conti dell'Unione alla fine di ogni anno e di valutare se la Commissione ha impiegato oculatamente e correttamente il bilancio dell'UE. Le nuove disposizioni introdotte con l'Atto unico europeo (trattato siglato nel 1986) hanno reso obbligatorio il parere conforme del Parlamento prima dell'adesione di un nuovo paese all'Unione. Il trattato di Amsterdam (firmato nel 1997) ha conferito al Parlamento una posizione di maggiore influenza nella procedura di codecisione con il Consiglio su una vasta gamma di ambiti che rientrano nel diritto comunitario (protezione dei consumatori, possibilità di lavorare legalmente in un altro paese e questioni ambientali, per citarne solo alcuni).

L'ultimo trattato – quello di Lisbona – è entrato in vigore il 1° dicembre 2009.

Esso rafforza il ruolo del Parlamento europeo, conferisce ai parlamenti nazionali maggiore responsabilità nel determinare l'indirizzo delle politiche europee e attribuisce ai cittadini e alle cittadine dell'Unione europea il potere d'iniziativa. Il trattato di Lisbona rafforza le attribuzioni del Parlamento in qualità di colegislatore a pieno titolo, dotato di maggiori poteri di bilancio, e attribuisce inoltre al Parlamento un ruolo determinante nell'elezione del Presidente della Commissione europea ³³».

³³ Parlamento Europeo, *“I trattati e il Parlamento Europeo”*, reperibile nel sito: <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties>.

2. Dal processo d'integrazione economico europeo alla nuova regolazione delle banche

2.1. L'evoluzione dell'ordinamento bancario

Prima di conoscere i soggetti operatori bancari e finanziari, tra cui le banche, che rappresentano il principale intermediario finanziario, è necessario comprendere che cosa sia il sistema finanziario. Quest'ultimo può essere definito come l'insieme complesso e sistematico dei rapporti di debito e di credito che trasferiscono fondi, cioè poteri di acquisto, da un operatore all'altro, in particolare dalle famiglie alle imprese e al settore pubblico. Uno dei principi fondamentali, che meglio illustra cosa sia il sistema finanziario, è rappresentato dalla parola chiave "intermediazione"³⁴. L'intermediazione finanziaria nasce da un bisogno preciso dell'economia reale: mettere in contatto i soggetti con "surplus" finanziario (individui e famiglie) con soggetti in "deficit" finanziario, che hanno bisogno di risorse per realizzare investimenti (le imprese). Tradizionalmente questa attività è svolta dalle banche, ma nel corso del tempo si sono sviluppate anche altre forme d'intermediazione. Infatti sarà proprio grazie alla conoscenza dell'evoluzione delle banche che si riuscirà a comprendere al meglio che vi è una "platea indistinta di soggetti partecipanti nel funzionamento del sistema"³⁵, sotto il controllo e le autorizzazioni delle diverse autorità di vigilanza, che garantiscono il rispetto delle regole del sistema finanziario, affinché sia assicurata l'affidabilità degli intermediari intesa sia come professionalità, sia come solidità patrimoniale, e anche la tutela del consumatore, rifacendosi alle parole sancite dall'articolo 47 della costituzione economica italiana.

«A partire dalla seconda metà degli anni Ottanta del novecento, l'intermediazione finanziaria ha subito una profonda trasformazione, recata dalla crescente diffusione di forme operative diverse da quella bancaria tradizionale, dall'aumento della domanda di prodotti innovativi, dallo sviluppo della concorrenza tra gli operatori e dalla progressiva interazione tra le strutture organizzative dei sistemi finanziari dei principali paesi. Detto cambiamento va correlato anche all'evoluzione della legislazione di settore, con particolare riferimento alla progressiva estensione del quadro dei controlli pubblici sugli intermediari

³⁴ Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., Beccalli E., "Istituzioni e Mercati Finanziari", Pearson, 9° edizione, 2 settembre 2019.

³⁵ Sandri S., "Principi di Finanza Aziendale", Mc Graw Hill, 8° edizione, 21 gennaio 2020.

finanziari indotta dal processo di integrazione del mercato europeo; a ciò si aggiunga, inoltre, il rinnovamento di tale sistema di supervisione finanziaria (avendo riguardo sia alla costituzione del SEVIF sia all'introduzione dell'UBE).

In origine il sistema della financial economy viene organizzato intorno al settore del credito secondo una logica di assoluta centralità della banca. Ciò fa ritenere necessario predisporre un articolato sistema di vigilanza solo sulle banche, in vista dello scopo di attuare adeguate forme di tutela dell'attività da queste svolta (a base della quale v'è la "raccolta di risparmio tra il pubblico" destinata all'esercizio del credito). Tale criterio ordinatore trova la propria ratio giustificatrice nella relazione che intercorre tra la stabilità (ed una concorrenza senza squilibri) degli intermediari creditizi e la salvaguardia del risparmio "del pubblico". In estrema sintesi, vigente la legge bancaria del 1936 - cioè prima dell'emanazione del d.lgs. n.385 del 1993, il testo unico bancario (t.u.b.) che attualmente regola il settore -, lo svolgimento dell'attività bancaria era ripartito tra aziende ed istituti di credito: le prime abilitate ad effettuare la raccolta del risparmio a breve termine; i secondi che tendenzialmente limitavano la propria operatività, tanto sul versante della raccolta che su quello degli impieghi, nel medio e lungo termine. All'interno di questa bipartizione si registravano ulteriori distinzioni soggettive: c'erano istituti che operavano nel medio e lungo termine per lo più con la finalità di sostegno finanziario per specifici settori economici (credito fondiario, credito agrario, credito industriale, credito per le imprese di pubblica utilità, credito edilizio); enti creditizi pubblici, soggetti la cui natura giuridica era quella dell'ente pubblico imprenditore (tali erano alcuni degli intermediari inquadrati dalla legge bancaria del 1936 come aziende di credito: in particolare, le casse di risparmio e gli istituti di credito di diritto pubblico e, in misura preponderante, gli istituti di credito a medio e lungo termine e gli enti che operavano nei settori del credito speciale).

Diversamente può dirsi per gli enti finanziari (non bancari) nei confronti dei quali si riscontra una contenuta attenzione dell'ordinamento. A base di tale opzione vi era la loro collocazione in un'area operativa diversa da quella creditizia, nella quale la prestazione di servizi finanziari, svincolata dalla raccolta di depositi ed effettuata con la partecipazione consapevole dei soggetti interessati, evidenziava un'attività scevra da possibili coinvolgimenti del "pubblico risparmio" (art.47 Cost.) e, dunque, non interferente con gli interessi ritenuti meritevoli di tutela dall'ordinamento.

Consegue l'originaria marginalità dell'attività di intermediazione finanziaria e dell'operatività nel mercato dei valori mobiliari che, in assenza di regole e di una disciplina

di garanzia degli investitori, ha determinato una grave situazione di arretratezza del nostro sistema; in prosieguo di tempo sarà avvertita l'esigenza di estendere i controlli agli intermediari finanziari non bancari nel convincimento che ad un'economia evoluta serve l'apporto sia di un consistente settore del credito, sia di un solido mercato mobiliare e di un'intermediazione finanziaria non bancaria³⁶».

L'evoluzione dell'ordinamento bancario dopo il 1993 è stata caratterizzata dalla crescente integrazione fra attività bancaria e attività finanziarie di tipo diverso (mobiliare e assicurativa) e dall'esigenza di armonizzare le regole e i controlli sugli intermediari finanziari globalmente considerati. Il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (testo unico della finanza), ha uniformato le regole di vigilanza, la disciplina degli assetti proprietari e le misure applicabili a tutti gli intermediari, confermando il principio di ripartizione dei compiti di vigilanza per finalità: alla Banca d'Italia è affidata la salvaguardia della stabilità finanziaria, mentre alla CONSOB spetta la tutela della trasparenza e della correttezza dei comportamenti.

L'ordinamento bancario, dopo la crisi finanziaria internazionale, percorre la quarta tappa della sua evoluzione con l'avvio della crisi finanziaria internazionale del 2007, innescata da una serie di fattori concomitanti: *«i pesanti investimenti delle banche in strumenti finanziari complessi particolarmente redditizi (i cosiddetti prodotti strutturati di credito), la cui effettiva rischiosità non trovava adeguata considerazione né nelle regole prudenziali, né nei giudizi delle agenzie di rating, e risultava ulteriormente acuita dal crollo del mercato americano dei titoli derivanti dalla «cartolarizzazione» dei mutui erogati a soggetti ad alto rischio di insolvenza (cosiddetto subprime); l'assenza, a livello internazionale, di regole uniformi in materia di requisiti patrimoniali delle banche, che aveva favorito la competizione tra le piazze finanziarie internazionali, a vantaggio di quelle in cui tali regole erano più tolleranti; l'errata valutazione, da parte di numerose banche, circa la possibilità di smobilizzare prontamente risorse investite a lungo termine per fronteggiare ingenti passività a breve o brevissima scadenza (cosiddetta gestione della liquidità bancaria, legata a una delle fondamentali funzioni del credito, cioè la raccolta a breve scadenza di risorse per finanziare investimenti di lunga durata), che aveva determinato pesanti squilibri nei bilanci e, per conseguenza, una diffusa sfiducia degli investitori e dei mercati sulla solidità di tali intermediari; l'assenza, negli ordinamenti bancari dei principali paesi, di adeguate*

³⁶ Pellegrini M., "Gli operatori del mercato finanziario: regolazione e supervisione", "Corso di diritto pubblico dell'economia", cit. pag. 17.

misure di vigilanza di carattere macroprudenziale, volte a tener conto degli effetti negativi prodotti da comportamenti simili assunti dall'insieme degli operatori.

Nel 2008 la crisi conobbe una brusca accelerazione, scandita sia da clamorosi fallimenti di banche di rilievo mondiale, sia da ripetuti salvataggi governativi nei confronti di soggetti finanziari in difficoltà, i quali aprirono la strada a inediti modelli di intervento pubblico, incentrati sull'assunzione, da parte dei governi, di impegni diretti nel capitale delle banche in crisi³⁷».

Dopo aver analizzato l'evoluzione dell'ordinamento bancario, è opportuno affrontare il tema relativo alle diverse attività delle banche, tra cui anche quella creditizia.

Per comprendere ciò, bisogna partire dalle parole dell'articolo 10 del TUB che sanciscono:

«La raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere d'impresa. L'esercizio dell'attività bancaria è riservato alle banche. Le banche esercitano, oltre all'attività bancaria, ogni altra attività finanziaria, secondo la disciplina propria di ciascuna, nonché attività connesse o strumentali. Sono salve le riserve di attività previste dalla legge³⁸».

Dallo studio di tale articolo, risulta evidente quindi che l'attività bancaria è costituita dalla raccolta di risparmio tra il pubblico (depositi) e dall'esercizio del credito (attività di concessione di finanziamenti). È necessario che questa attività venga svolta con carattere di professionalità, ossia l'attività deve avere carattere stabile, duraturo e sistematico nei confronti del pubblico (i.e. deve essere svolta nei confronti di terzi).

Inoltre, un altro aspetto fondamentale è rappresentato dal principio secondo cui la banca ha carattere di impresa, ribadendo in questo modo un concetto già desumibile dall'art. 2915 cc. che recita: *«Sono soggetti all'obbligo di iscrizione nel registro delle imprese gli imprenditori che esercitano attività bancaria e assicurativa³⁹».*

L'insistenza si spiega alla luce dell'evoluzione del diritto bancario italiano che considerava le banche come esercenti di un pubblico servizio.

³⁷ Cassese S., "L'evoluzione dell'ordinamento bancario", "La nuova costituzione economica", cit. pag. 6.

³⁸ Banca d'Italia, "Art.10 Testo unico bancario", reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.

³⁹ Bartolini F., Articolo 2915 Codice Civile, "Codice civile e Leggi complementari", La Tribuna, 49° edizione, luglio 2019.

L'attività bancaria, oltre ad avere il carattere d'impresa, è sottoposta anche a riserva di legge. Essa, infatti, può essere svolta soltanto dalle banche. La violazione di tali disposizioni viene sanzionata dall'ordinamento giuridico italiano da una specifica sanzione penale a causa di un reato di esercizio abusivo dell'attività finanziaria, secondo l'art. 132 TUB, che afferma: «*Chiunque svolge, nei confronti del pubblico una o più attività finanziarie previste dall'articolo 106, comma 1, in assenza dell'autorizzazione di cui all'articolo 107 o dell'iscrizione di cui all'articolo 111 ovvero dell'articolo 112, è punito con la reclusione da sei mesi a quattro anni e con la multa da euro 2.065 ad euro 10.329*⁴⁰».

Inoltre, le banche possono esercitare tutte le attività ammesse al mutuo riconoscimento (es. leasing, factoring, servizi di pagamento, servizi di investimento), ma anche tutte le attività non ammesse a tale beneficio che hanno natura finanziaria, facendo così riferimento al Modello di Banca universale, che raccoglie fondi e concede finanziamenti in ogni forma a breve, a medio e a lungo termine, opera in tutti i mercati finanziari e fornisce servizi di consulenza e di intermediazione.

Le banche possono svolgere attività non finanziarie seppure connesse o strumentali. Parliamo di attività strumentali quando esse sono strettamente funzionali all'attività principale (es. servizi informatici per l'erogazione dei servizi). Le attività invece sono definite connesse quando sono correlate all'operatività della banca.

In questo contesto si aggiunge il tema delle regole applicabili, che si rifà ad una disciplina prudenziale delle banche che è completamente armonizzata; in particolare la disciplina europea di riferimento è contenuta nella CRR e nella CRD, che corrispondono a regolamenti relativi ai requisiti patrimoniali.

Concludendo questo paragrafo con il tema inerente all'accesso al mercato, va ricordato che prima dell'avvento della Banking Union, l'Autorità competente per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria, era la Banca d'Italia.

Ad oggi, la partecipazione dell'Italia al SSM comporta l'applicazione delle disposizioni contenute nel Regolamento SSM (i.e. Regolamento n. 1024/2013) che assegna alla BCE la competenza esclusiva nei confronti di tutti gli enti creditizi (siano essi *significant* o *non-significant*).

⁴⁰ Banca d'Italia, "Art.132 Testo unico bancario", reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.

La Banca d'Italia effettua un'attività preistruttoria conducendo il primo *assessment* sull'esistenza dei requisiti richiesti per l'autorizzazione. In particolare, BdI verifica la *compliance* con i requisiti previsti dalla normativa nazionale. A tal fine è necessario che:

- sia adottata la forma di S.p.A. o società cooperativa per azioni a responsabilità limitata;
- la sede legale e la direzione generale siano situate nel territorio italiano;
- il possesso del Capitale minimo sia fissato da BdI (società per azioni e popolari: € 10 milioni; credito cooperativo: € 5 milioni)
- venga presentato un programma concernente l'attività iniziale, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto;
- i partecipanti al capitale e gli esponenti aziendali posseggano i requisiti richiesti;
- non sussistano, tra la banca o i soggetti del gruppo di appartenenza o altri soggetti, stretti legami che ostacolino l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza.

2.2. Le autorità indipendenti

L'Unione Bancaria Europea è un tema attuale e di rilevante importanza che è legato alla crisi dei mutui subprime del 2008 che ha dato il là ad una ricostruzione dell'architettura del vertice europeo, attraverso una vera e propria ri-regolamentazione, che in realtà però, era iniziata già nel 2003. Infatti, le banche americane cominciarono ad erogare mutui a persone con un alto profilo di rischio, in quanto non erano in grado di ripagare, azzardando così con prestiti che prevedevano alla base tassi di interesse molto elevati, conseguenzialmente con rendimenti alti. In questa circostanza inoltre, giocò un ruolo fondamentale anche il fenomeno della cartolarizzazione, una tecnica finanziaria progettata per la trasformazione di titoli. Tutto ciò innescò un vero e proprio meccanismo, come già detto precedentemente, di ricostruzione di un nuovo vertice europeo, che portò alla nascita di un nuovo tipo di vigilanza, meglio noto come SEVIF, ossia il sistema europeo di vigilanza, caratterizzato da nuove modalità di controllo del mercato e non solo, come vedremo più approfonditamente in questo paragrafo.

Prima di iniziare a illustrare meglio chi sono le autorità indipendenti e come è disciplinata la regolazione all'interno dei mercati, credo che sia opportuno riportare una celebre citazione della scrittrice francese Fred Vargas, inerente al meccanismo di vigilanza, ricordando così

le sue parole: «*Chiunque in questo momento trema è colpevole; perché l'innocenza non ha mai timore della pubblica vigilanza*⁴¹».

Da un punto di vista storico, le origini di codeste autorità sono inizialmente legate ad un modello amministrativo accentrato e piramidale, che con l'evoluzione, si trasformerà in un modello policentrico e pluralistico, rifacendosi sempre al principio secondo cui lo Stato cede la gestione diretta di servizi pubblici "sensibili" a specifiche autorità. Pertanto, bisogna ancorare bene in mente l'idea per cui, nel nostro Paese le autorità amministrative nascono dall'esperienza statunitense delle Independent Regulatory Agencies.

Inoltre, la Ratio per questo passaggio da un modello all'altro, è legata a motivazioni di diverso tipo quali la cura degli interessi eterogenei rilevanti per la Costituzione, l'incapacità tecnica degli apparati amministrativi tradizionali ed infine la velocità dei cambiamenti contrapposta alla lentezza della legge. Tutto ciò necessita di neutralità, imparzialità ed indipendenza affinché sia sempre garantito al meglio il principio cardine di questa tesi universitaria, che è la tutela del risparmio.

«Le Autorità amministrative indipendenti costituiscono un fenomeno relativamente recente nel nostro ordinamento : sono state infatti introdotte solo a partire dagli anni Novanta del secolo scorso e nei due decenni successivi si sono moltiplicate senza un disegno preordinato, ma facendo emergere una tipologia nuova di "autorità", non riconducibile alla tradizionale tipologia dei poteri, entro la quale si possono oggi ricondurre anche alcuni soggetti che già operavano come autorità indipendenti ante litteram, come è il caso della Banca d'Italia.

Un trentennio di autorità indipendenti non è però un lasso di tempo tale da consentire di definire ancora le autorità indipendenti un fenomeno "nuovo" e soprattutto non è un tempo così breve da giustificare i dubbi e le problematiche che tuttora permangono relativamente a questi soggetti, indubbiamente difficili da inquadrare e "sistematizzare", come testimoniano i ripetuti tentativi e le ricorrenti indagini parlamentari promosse in materia. In particolare, è dibattuta la realizzabilità (nonché l'opportunità) di una disciplina generale valida per tutte le autorità indipendenti. Ad oggi il legislatore si è limitato a intervenire su alcuni punti specifici e in particolare negli ultimi anni sembra interessato, più che a ripensare il ruolo e la funzione di queste autorità, a contenerne i costi.

Il tratto che le ha accomunate e poi caratterizzate è l'indipendenza dall'esecutivo, l'esigenza di differenziarle dagli apparati amministrativi tradizionali. Si voleva che i soggetti che ne

⁴¹ Vargas F., "Chi è morto alzi la mano", Einaudi editore, Francia, 1995.

fanno parte possano esercitare le proprie funzioni senza condizionamenti di sorta. Queste autorità sono state quindi inizialmente istituite in modo da escluderle dal circuito della legittimazione politica e dalla connessa responsabilità politico-amministrativa, ad esse sono stati affidati compiti (che vedremo essere di regolazione e vigilanza per i settori più rilevanti del diritto dell'economia e di garanzia di diritti costituzionalmente tutelati) che si vuole vengano assolti senza vincoli derivanti da indirizzi politico-amministrativi e al riparo dalle pressioni dei soggetti vigilati⁴²».

In questo contesto, gioca sicuramente un ruolo fondamentale la regolazione dei mercati, infatti va detto che negli anni Novanta abbiamo assistito ad un cambiamento importante per il nostro Stato che era Interventista, in quanto non solo fissava le regole, ma metteva in atto attività dirette al fine di condizionare le dinamiche economiche fungendo così da pianificatore e gestore. Tale cambiamento, alla fine ha portato alla designazione di uno Stato regolatore, che quindi intervenisse “ex ante” nel definire la regola dei giochi, ma “ex post” nel provvedere alle correzioni dei fallimenti del mercato. Accanto alle funzioni del nostro Stato, vi sono quelle dei mercati finanziari, grazie ai quali gli operatori economici diventano imprenditori che operano nel rispetto di requisiti operativi e strutturali, facendo sì che vi sia un contenimento dei rischi sottostando sempre al principio della sana e della prudente gestione, colmando conseguenzialmente anche le diverse asimmetrie informative e garantendo in questo modo anche il principio della trasparenza.

Il principio cardine di questa tesi, ossia l'Articolo 47 della Costituzione Economica, diviene rilevante anche in questo paragrafo dedicato alle Autorità indipendenti, ricordando così nuovamente le sue parole che sanciscono: *«La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese⁴³».*

Dall'analisi di questo articolo, innanzitutto individuiamo la legittimità costituzionale delle autorità indipendenti, che sono amministrative per la loro discrezionalità tecnica, e sono indipendenti dall'esecutivo grazie alle parole recitate prima nell' art. 97 Cost. per cui: *«Le pubbliche amministrazioni, in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea, assicurano*

⁴² Bani E., “Le Autorità amministrative indipendenti: chi erano costoro?”, “Corso di diritto pubblico dell'economia” a cura di Pellegrini M., cit. pag. 22.

⁴³ La Costituzione, “Rapporti economici”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-47>.

l'equilibrio dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico. I pubblici uffici sono organizzati secondo disposizioni di legge, in modo che siano assicurati il buon andamento e l'imparzialità dell'amministrazione. Nell'ordinamento degli uffici sono determinate le sfere di competenza, le attribuzioni e le responsabilità proprie dei funzionari. Agli impieghi nelle pubbliche amministrazioni si accede mediante concorso, salvo i casi stabiliti dalla legge⁴⁴».

L'indipendenza di tali autorità è segnata anche dall'art. 98 Cost. che recita: «*I Pubblici impiegati sono al servizio esclusivo della Nazione. Se sono membri del Parlamento, non possono conseguire promozioni se non per anzianità. Si possono con legge stabilire limitazioni al diritto d'isciversi ai partiti politici per i magistrati, i militari di carriera in servizio attivo, i funzionari ed agenti di polizia, i rappresentanti diplomatici e consolari all'estero⁴⁵».*

Attraverso il connubio quindi degli aggettivi amministrativi ed indipendenti, alla fine tali autorità si vengono ad identificare come enti di diritto pubblico.

Riprendendo l'introduzione di questo paragrafo, inerente al ridimensionamento del vertice europeo con un nuovo tipo di vigilanza, va detto che il SEVIF (SISTEMA EUROPEO DI VIGILANZA FINANZIARIA), nasce da esigenze di diverso tipo come ad esempio la poca attenzione ai profili macro-prudenziali, le difformità delle prassi di vigilanza e l'inefficacia dei comitati di terzo livello. In tal modo gli obiettivi che si pone tale sistema sono diversi tra i quali la stabilità finanziaria, la fiducia nel sistema finanziario ed anche la protezione dei consumatori che vanno tutelati. A livello europeo, non toccando ancora nel particolare le autorità del nostro paese, ricordiamo che vi sono più organi tra i quali l'EBA (european banking authority) che si occupa della supervisione delle banche, l'ESMA (european securities markets authority) che punta alla vigilanza dei mercati finanziari, l'EIOPA (european insurance occupational pensions authority) che mira alla vigilanza del sistema assicurativo e ma anche di quello relativo alla gestione delle pensioni, concludendo poi con il CERS (comitato europeo rischio sistemico) che si occupa della vigilanza macro prudenziale per il rischio sistemico, differente dal ruolo della BCE che invece si occupa di vigilanza micro prudenziale.

A livello nazionale invece, la vigilanza è affidata alle autorità indipendenti che hanno diverse funzioni tra cui quella amministrativa, volta all'esercizio di attività di vigilanza e controllo, quella regolamentare, che permette l'emanazione di norme di secondo livello, concludendo

⁴⁴ La Costituzione, "La Pubblica Amministrazione", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-iii/sezione-ii/articolo-97>.

⁴⁵ La Costituzione, "La Pubblica Amministrazione", reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-iii/sezione-ii/articolo-98>.

poi con la funzione (para)giudiziale, finalizzata alla verifica del rispetto della normativa di settore insieme alla attività di sanzione. Bisogna però porre attenzione all'aspetto secondo cui le funzioni e gli ambiti di intervento sono diversi tra le varie autorità amministrative indipendenti, come vedremo meglio anche nelle prossime righe.

«Se poniamo mente alla struttura e alle modalità di nomina notiamo che le autorità sono organi collegiali, composti da un presidente e da un numero variabile di componenti, scelti tra persone che presentino determinati requisiti di alta e specifica professionalità, nominati secondo procedure pensate per garantire alti quorum di gradimento parlamentare o comunque candidature di fatto bipartisan. La durata dell'incarico è tendenzialmente lunga ma non rinnovabile, per rendere i nominati insensibili a pressioni legate a possibilità di rinnovo o meno del mandato. D'altro canto, sono stabiliti regimi di incompatibilità con altri incarichi per evitare pressioni da parte dei soggetti vigilati e il verificarsi di fenomeni di "cattura del regolatore".

Scendendo nel dettaglio vediamo che la Consob è un organo collegiale composto da un Presidente e da cinque membri (20), nominati con decreto del Presidente della Repubblica, su proposta del Presidente del Consiglio dei Ministri, che durano in carica sette anni senza possibilità di un secondo mandato.

Anche l'Autorità Garante della concorrenza e del mercato è un organo collegiale: il Presidente e i componenti dell'Autorità sono nominati dai Presidenti di Camera e Senato e durano in carica sette anni, non rinnovabili.

La Covip è un organo collegiale composto dal Presidente e da due Commissari, che rimangono in carica quattro anni e possono essere confermati una sola volta. La nomina avviene su proposta del ministero del lavoro sentito quello dell'economia e delle finanze, ma formalmente è adottata con decreto del Presidente del Consiglio dei ministri.

Concludiamo questa rassegna sulle modalità di nomina e composizione delle autorità indipendenti con l'Istituto di vigilanza sulle assicurazioni (Ivass), infatti a seguito delle recenti modifiche di cui è stata oggetto l'autorità preposta alla vigilanza sul settore assicurativo, l'erede dell'ISVAP concretizza una nuova formula di governance (caratterizzata dalla parziale integrazione con un'altra autorità di vigilanza e cioè la Banca d'Italia).

Un caso a sé è la Banca d'Italia, che possiede gli indubbi caratteri tipici delle moderne autorità indipendenti, anche se la forma resta atipica essendo non un organo collegiale, ma una persona giuridica di diritto pubblico nata in forma societaria. Oggi riscontriamo in essa i tratti tipici dell'autorità indipendente: indipendenza di giudizio, alta competenza tecnica,

potere di dettare regole di comportamento agli operatori sottoposti alla sua vigilanza e potere di assumere decisioni caratterizzate da discrezionalità tecnica nonché penetranti poteri sanzionatori.

L'indipendenza dall'esecutivo della Banca d'Italia era in passato con essa allo svolgimento del ruolo di banca centrale e quindi allo svolgimento di funzioni monetarie piuttosto che alle attribuzioni come autorità di vigilanza sul mercato bancario.

La Consob, come abbiamo detto, è stata istituita nel 1974 ad opera della citata legge 7 giugno 1974, n. 216 (all'epoca nota come la "miniriforma" del diritto delle società), con funzioni di controllo sull'organizzazione e il funzionamento del mercato borsistico.

La qualificazione di Autorità indipendente è stata acquisita nel corso di decenni, attraverso la successione di vari interventi legislativi, tra i quali particolarmente significativi sono stati la legge n. 281 del 1985 con cui venne attribuita alla Consob personalità giuridica e piena autonomia, sia per gli aspetti organizzativi, sia per quelli concernenti l'esercizio dei poteri attribuiti e la legge n. 724 del 1994 che ha riconosciuto alla Consob la possibilità di autofinanziarsi, rafforzandone l'autonomia. Con il Testo Unico della finanza nel 1998 sono state poi consolidate e disciplinate in modo più organico le competenze di questa autorità in materia di intermediazione mobiliare, di mercati e di emittenti.

Sul mercato della previdenza complementare vigila invece la Covip, i compiti della quale sono attualmente disciplinati dal D. Lgs. 5 dicembre 2005, n. 252, (art. 18). La funzione della Covip è quella di garantire e assicurare la trasparenza e la correttezza nella gestione e nell'amministrazione dei fondi pensione e in genere delle forme previdenziali, a questa spetta

dunque, autorizzare i fondi pensione ad esercitare la propria attività; approvare gli statuti e i regolamenti delle forme previdenziali complementari; tenere l'albo dei fondi pensione autorizzati; vigilare sulla corretta gestione tecnica, finanziaria, patrimoniale e contabile dei fondi pensione e sull'adeguatezza del loro assetto organizzativo; assicurare il rispetto dei principi di trasparenza nei rapporti tra i fondi pensione ed i propri aderenti.

Concludiamo infine con alcuni accenni all'Ivass che ha il compito di garantire la stabilità del mercato assicurativo e la tutela del consumatore⁴⁶».

Dopo aver analizzato le molteplici autorità, credo che sia necessario far riferimento anche al concetto di concorrenza e quindi conseguenzialmente all'AGCM, ossia l'autorità garante

⁴⁶ Bani E., "Le Autorità amministrative indipendenti", "Corso di diritto pubblico dell'economia" a cura di Pellegrini M., Wolters Kluwer, cit. pag. 27.

della concorrenza e del mercato. Infatti, anche in tale contesto, relativo all'ambito della concorrenza, è prevista la tutela costituzionale per quanto concerne la libertà di iniziativa economica e conseguenzialmente per la libertà di concorrenza in tal modo da raggiungere in maniera ottimale l'innovazione, lo sviluppo ed il progresso. Nel mondo concorrenziale inoltre, anche da un punto di vista micro e macroeconomico e non solo giuridico-economico, si assiste alla contrapposizione della riduzione dei costi, del miglioramento della qualità e della selezione naturale con il mercato monopolistico.

«L'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato è stata istituita dalla legge che ha dettato la prima disciplina nazionale volta alla repressione delle condotte (intese concentrazioni ed abusi di posizione dominante) che possono comportare distorsioni della concorrenza (legge n. 287 del 10 ottobre 1990, recante "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato"). Si tratta di una competenza generale, che va a coprire anche quei settori che sono per altri profili affidati alla vigilanza e regolazione di altre autorità. L'unica eccezione era prevista per il settore bancario, nel quale antichi convincimenti inducevano a vedere con sospetto la concorrenza rispetto alla quale era ritenuta prevalente l'esigenza di stabilità. Per questo motivo le competenze che la legge 287/1990 affidava in via generale all'Antitrust, nei confronti delle banche sono state esercitate dalla Banca d'Italia, fino alla legge 206 del 2005.

All'originaria competenza volta a garantire la tutela della concorrenza e del mercato, si sono poi aggiunte (quasi a grappolo) numerose e talvolta disomogenee attribuzioni. Infatti, nel 1994 si è attribuita all'Antitrust la competenza a vigilare sulla attuazione della disciplina sulla pubblicità ingannevole e in seguito (con il Decreto legislativo n. 206 del 2005 c.d. Codice del Consumo) a contrastare le pratiche commerciali scorrette nei confronti dei consumatori e delle microimprese, tutelare le imprese dalla pubblicità ingannevole e comparativa, nonché vigilare affinché nei rapporti contrattuali tra aziende e consumatori non vi siano clausole vessatorie.

Anche la spinosa attività di vigilanza sui conflitti di interesse in cui possono incorrere i titolari di cariche di Governo è stata affidata all'Antitrust (Legge n. 215 del 2004); il legislatore ha poi aggiunto ulteriori competenze ritornando su terreni più vicini alla competenza originaria, e cioè quella ad attribuire alle imprese che ne facciano richiesta il rating di legalità (Decreto-legge n. 1 del 2012, art. 5-ter) e di reprimere gli abusi di dipendenza economica che abbiano rilevanza per la tutela della concorrenza e del mercato,

vigilare sui rapporti contrattuali nella filiera agroalimentare, applicare la normativa nazionale relativa al ritardo nei pagamenti delle pubbliche amministrazioni; di vigilare sulla commercializzazione dei diritti sportivi ⁴⁷».

2.3. Le crisi e le relative risposte dell'UE

Da sempre le diverse crisi che hanno caratterizzato la storia, hanno evidenziato come i requisiti come quello di onorabilità, di competenza e non solo, vadano rispettati affinché si evitino ulteriori crisi anche per quanto concerne i regolamenti interni. Facciamo così ad esempio riferimento anche a casi meno noti, come quello del disordine creatosi all'interno del consiglio di amministrazione di una banca che aveva accumulato molti fidi all'interno della sua struttura, molto probabilmente anche a causa di una mancata qualificazione da parte dei membri del CdA. A tal proposito va ricordato il principio latino “nullum crimen sine lege” che crea uno stretto collegamento tra il diritto pubblico e il diritto penale, riagganciandosi così ad un principio che venne stabilito nel 1848 nello Statuto Albertino e ripreso successivamente *nell'articolo 25 della nostra Costituzione*, che recita le seguenti parole: «*Nessuno può essere distolto dal giudice naturale precostituito per legge. Nessuno può essere punito se non in forza di una legge che sia entrata in vigore prima del fatto commesso. Nessuno può essere sottoposto a misure di sicurezza se non nei casi previsti dalla legge*⁴⁸».

In questo contesto inoltre, bisogna prendere in considerazione anche l'idea secondo cui già prima dell'emanazione ed attuazione di direttive volte alla regolamentazione, come la MiFID II, si sono ricercati rimedi di natura differente per tutelare gli investitori ed evitare consequenzialmente le loro crisi, parlando così di *Behavioral Finance*⁴⁹, la quale si basa sullo studio di scienze cognitive che affondano le loro radici nell'analisi dei bias del cliente che possono essere di diverso tipo come ad esempio l'overottimismo, ma non solo, facendoci però comprendere in questo modo anche l'esigenza dell'educazione finanziaria che purtroppo è carente, come affermano importanti studiosi come Richard Thaler.

«È dunque estremamente difficile, oggi, rispondere alla classica domanda retorica di Robert Dahl: «Who governs?», tanto più se la si riferisce al mercato, al diritto dell'economia.

⁴⁷ Bani E., “*Le Autorità amministrative indipendenti*”, Paragrafo 7 “*L'autorità garante della concorrenza e del mercato*”, “*Corso di diritto pubblico dell'economia*” a cura di Pellegrini M., cit. pag. 30.

⁴⁸ La Costituzione, “*Parte I, Diritti e doveri dei cittadini Titolo I, Rapporti civili*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-i/articolo-25>.

⁴⁹ Thaler R., “*Misbehaving. La nascita dell'economia comportamentale*”, Einaudi editore, 6 febbraio 2018.

Specie in ambito globale e sovranazionale il sistema matriciale di sovranità che si è cercato sommariamente di descrivere tende a rendere obsolete alcune forme tipiche di manifestazione del potere, ad iniziare dalle norme, dal potere regolativo, che suppone l'esistenza di un'autorità riconosciuta. In un sistema a sovranità reticolare e diffusa non essendoci un centro non c'è nemmeno un alto e un basso e non c'è un «alto», un'autorità politica legittimata, che scrive le regole per il basso»; le regole si scrivono, se vi si riesce, consensualmente, attraverso linee orizzontali di relazione. E gli stessi attori del sistema internazionale, per dirla con Ferrarese, sono mutati, si sono frammentati in una pluralità di organismi e soggetti che al momento è impossibile ricondurre ad unità⁵⁰.

I livelli istituzionali di governo in Europa sono mediamente cinque: Comunità e Unione europea, stato nazionale, regione o stato membro, provincia (o ente di dimensione simile), comune (o municipalità, gemainde, ecc.). Individuare nello stato nazionale, l'«unità base» del sistema, quella cioè che, di nuovo esprimendosi in termini kelseniani, è titolare della «competenza della competenza» e può dunque, mediante sue sovrane decisioni, espandere o limitare il peso ed il ruolo degli altri livelli di governo, può apparire consolatorio, ma non risolve che (solo) formalmente la questione del governo, tanto meno del governo dell'economia.

Nel modello «cooperativo» di decentramento l'azione complessiva dei pubblici poteri in ciascuna «materia» costituisce la risultante degli interventi di ciascun «livello» di governo (almeno cinque, si è visto), ed è condizionata dal tipo di funzione che ciascun livello esercita e dalla sua capacità di coordinarsi con gli altri livelli, dalla sua capacità relazionale; con l'ulteriore conseguenza che, in ciascuna materia, divengono decisive non solo le funzioni legislative e regolative, ma anche quelle amministrative, allocative di risorse, programmatiche e fiscali, che possono essere variamente ripartite - e non sempre ad opera di norme costituzionali - tra i vari livelli di governo sopra descritti. Fermo restando il fatto che occorre immaginare questo sistema di potere non come chiuso in sé stesso, ma come esposto alle interrelazioni e alle intemperie del ciclo economico globale, senza avere la capacità di poter esprimere una risposta globale.

Le costituzioni europee, compresa la nostra, danno dunque un'immagine non del tutto fedele della realtà, poiché costruiscono gli ambiti di competenza di stato, regioni ed enti locali

⁵⁰ Carrozza P., “Ricomporre il governo dell'economia. Who governs? Crisi finanziaria, secessionismi e prospettive europee”, “Corso di diritto pubblico dell'economia” a cura di Pellegrini M., cit. pag. 32.

dando per presupposta l'esclusività della sovranità statale e dunque la capacità della costituzione statale di ripartire una determinata «materia» tra i vari livelli di governo assumendo come completa ed esaustiva la propria sovranità; là dove, a tacere degli effetti della globalizzazione, ciascuna «materia» potrebbe in realtà essere «Occupata» da competenze comunitarie, e dunque non solo dal diritto dei Trattati (ora consolidati in unico corpo di norme per effetto del Trattato di Lisbona), ma anche da una miriade di direttive, regolamenti e decisioni⁵¹».

La crisi globale è mutata nel 2013 in una vera e propria crisi dell'economia reale e delle finanze pubbliche in Europa. Gli Stati membri, compresa l'Italia, hanno effettuato una serie di interventi pubblici di salvataggio e di sostegno all'economia, che hanno contribuito a deteriorare la finanza pubblica nazionale, provocando, tra l'altro, una riduzione degli investimenti in infrastrutture e in qualità dei servizi a rete e il blocco di alcune opere pubbliche, acuendo il divario tra il Mezzogiorno e il resto del paese.

«A livello nazionale ed europeo è emersa, dunque, la necessità di realizzare con urgenza gli investimenti per colmare le lacune di investimento, mantenere e ammodernare, anche dal punto di vista tecnologico, la dotazione infrastrutturale. In questo contesto, dal 2014 l'Unione europea ha elaborato appositi piani e programmi europei, che non si sono limitati a influenzare le politiche infrastrutturali nazionali, ma hanno inaugurato una nuova politica europea d'investimento. Nell'ambito di tali piani, l'Unione europea ha sviluppato nuovi strumenti finanziari, incentrati su garanzie pubbliche, a valere su risorse del bilancio europeo, per promuovere gli investimenti pubblici e privati, che favoriscano la crescita economica e sociale di lungo termine degli Stati membri e dell'Europa nel suo complesso. La crisi sanitaria ed economica, legata alla pandemia da Covid-19 scoppiata nel 2020, ha determinato, da un lato, una nuova espansione dell'intervento pubblico nazionale e, dall'altro, un rafforzamento dell'intervento dell'Unione europea legato soprattutto alla possibilità che la Commissione europea emetta prestiti obbligazionari garantiti dal bilancio europeo.

L'analisi evolutiva delle politiche nazionali rende evidente che l'approntamento delle infrastrutture costituisca una «attività di disciplina dell'economia» di stretta attualità,

⁵¹ Carrozza P., "Ricomporre il governo dell'economia. Who governs? Crisi finanziaria, secessionismi e prospettive europee", "Corso di diritto pubblico dell'economia" a cura di Pellegrini M., cit. pag. 33.

connotata da una innovativa dimensione sovranazionale e da un multiforme intervento dei pubblici poteri per far fronte all'impatto delle plurime crisi del XXI secolo⁵²».

Inoltre, ritengo che sia interessante affrontare il tema legato ai problemi ed alle prospettive sulla democraticità della governance economica multivello, ripercorrendo le parole del Professore di diritto pubblico Roberto Miccù.

«Ciò che l'impianto normativo ed istituzionale della moneta unica da Maastricht in poi ha fatto emergere, soprattutto in ragione della contestuale rottura dell'equilibrio dell'embedded liberalism ovvero del modello originario eredità dell'ordoliberalismo iscritto nei Trattati, è la questione del deficit di democrazia dell'Unione, che si traduce in una rinnovata esigenza di individuare i soggetti preposti alla formulazione delle politiche che i singoli Stati membri non possono più sostenere a causa delle restrizioni di bilancio.

Si tratterebbe, quindi, di ricostruire la sede della formulazione di quell'indirizzo politico che ha perso la sua collocazione negli Stati ovvero, in senso più lato, di individuare una possibile concezione di democrazia che si adatti all'asimmetrica ripartizione di poteri sovrani tra Stati membri e Unione, attraverso una risistemazione delle competenze e della titolarità dell'azione politica, che possa garantire soprattutto i termini della protezione sociale, così come dettata dagli ordinamenti costituzionali degli Stati membri.

Tutto questo richiederebbe un ripensamento di una serie di questioni di fondo, tra cui, innanzitutto, quella della individuazione di una comunità politica di riferimento che possa fare propria una specifica concezione di democrazia in grado di adattarsi all'asimmetria dell'Unione. Ed è proprio quest'ultima la difficoltà maggiore del processo costituzionale europeo nella attuale fase post crisi della rottura del "compromesso istituzionale post-bellico" ovvero l'individuazione di un demos che possa trovare una concordanza di visione sulle modalità dell'esercizio dei poteri al livello sovranazionale. Questo esigerebbe il completo superamento del metodo comunitario incentrato sulla regola dell'unanimità, e un maggiore avvicinamento a forme di esercizio della democrazia che tengano conto della necessità di istituire delle procedure di formazione del consenso, sia che si tratti di un modello compromissorio, che di un modello più competitivo⁵³».

⁵² Cassese S., "L'approntamento delle infrastrutture dall'Unità d'Italia alle crisi del XXI secolo", "La nuova costituzione economica", cit. pag. 23.

⁵³ Miccù R., "Le trasformazioni della costituzione economica europea: verso un nuovo paradigma?", 25 ottobre 2019, reperibile nel sito: <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2019/11/Costituzione-economica-integrazione-sovrana-effetti-della-globalizzazione.pdf>.

In seguito alla ricostruzione dell'architettura del vertice europeo attraverso il SEVIF, ossia il sistema europeo di vigilanza finanziaria, che riunisce le autorità finanziarie europee, affinché sia garantita la stabilità finanziaria, dopo aver salvato le banche e introdotto stimoli per l'economia, gli Stati si trovano, a loro volta, in difficoltà e debbono ricorrere all'indebitamento. Spostano, quindi, i costi della crisi sulle generazioni future. Ma ciò costa sempre di più, oltre a dare scarso affidamento ai mercati. Inoltre, gli Stati sono sottoposti alla valutazione delle agenzie di rating e ciò pone problemi anche alle banche che debbono collocare i titoli statali. Donde i timori di *«Government bankruptcy»*. Occorre, quindi, tenere sotto controllo i debiti sovrani. Una soluzione sta nella co-assicurazione, come quella a cui provvede il Meccanismo europeo di stabilità-MES, organizzazione intergovernativa nata nel 2012 (in sostituzione del precedente programma di finanziamento degli Stati dell'Unione denominato «European Financial Stability Facility-EFSF») per concedere assistenza ai paesi dell'area dell'euro in temporanea difficoltà finanziaria. Un'altra soluzione sta nella sorveglianza multilaterale, su cui è basato lo *«Stability and Growth Pact»⁵⁴* europeo, sistema di prevenzione e di correzione-sanzione. La prevenzione si attua con una procedura complessa di sorveglianza preventiva e di intervento in caso di sbilancio eccessivo: una serie di indicatori serve come sistema di allerta e di avviso; la Commissione europea prepara un elenco di Stati a rischio; l'elenco è comunicato al Consiglio e all'Eurogruppo; si raccolgono le reazioni degli Stati; la Commissione prepara una investigazione dettagliata e fa raccomandazioni preventive; in caso di sbilancio eccessivo, la Commissione adotta raccomandazioni per gli Stati, con indicazioni di termini per provvedere; viene esercitata una peer pressure degli Stati; il Consiglio, scaduti i termini, chiude la procedura, se sono state fatte azioni appropriate; mette lo Stato in osservazione, se le azioni non sono sufficienti; fa raccomandazioni, in caso di azioni insufficienti; sanziona gli Stati dell'Eurogruppo, in caso di ripetuta inottemperanza. Il sistema correttivo, in caso di mancato rispetto dei due parametri (deficit superiore al 3% del PIL e debito superiore al 60% del PIL), è articolato nella seguente procedura: vengono stabiliti criteri per la diminuzione; segue una decisione del Consiglio con reverse voting (adottata se non c'è una maggioranza qualificata contraria) relativa alle sanzioni, che consistono nel deposito senza interessi di una somma pari allo 0,2% del PIL, poi convertito in ammenda. Mentre vengono disposti vincoli ai bilanci statali, che sono sottoposti continuamente alle valutazioni di società private di rating, si cerca di porre sotto controllo - come già notato - le stesse istituzioni private di rating, per assicurarsi

⁵⁴ Cassese S., *“La nuova crisi mondiale e la riesplorazione della sfera pubblica”*, *“La nuova costituzione economica”*, cit. pag. 35.

della imparzialità delle loro valutazioni. Gli Stati stessi introducono nuove discipline di bilancio, di tipo costituzionale: ad esempio, i nuovi articoli 109 e 115 della Costituzione tedesca, che pongono vincoli all'indebitamento.

Concluderei infine questo paragrafo, inerente alle crisi e alle relative risposte dell'Unione Europea, facendo riferimento anche ai periodi di crisi più vicini ai nostri giorni, causati dalla pandemia globale dovuta al COVID-19. Infatti, durante la pandemia è cambiato notevolmente anche il ruolo della BCE, che avendo come obiettivo primario quello di supportare l'economia in evidente difficoltà ha cominciato ad immettere liquidità nel sistema. Le motivazioni di ciò sono ancorate a ragioni di una politica monetaria altamente espansiva che risiedono in tre principali motivazioni (Christine Lagarde, Presidente BCE):

- l'esogenità del fenomeno pandemico consente di poter intervenire più facilmente sui fondamentali economici;
- la possibilità di modificare la curva dei tassi di interesse, evitando distorsioni nel settore del credito;
- l'applicazione a livello Unione consentirà un controllo del fenomeno ovunque questo dovesse avere ripercussioni maggiori.

La BCE inoltre, in tale contesto ha provveduto anche all'introduzione del c.d. PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) con la decisione della BCE 2020/440: si tratta di un programma straordinario e temporaneo che consentirà alla BCE di acquistare titoli di Stato e bond internazionali e sovranazionali per circa 750 mld di euro entro la fine dell'anno. Per far fronte all'emergenza, vengono superati i limiti precedentemente previsti: < 33% Titoli di Stato e < 50% per i sovranazionali, anche con riferimento alla durata dei titoli oggetto del PEPP, dai 70 giorni a 30 anni.

La POLITICA MONETARIA diviene lo strumento fondamentale per intervenire nelle dinamiche economiche, in cui in questi ultimi due anni si è sentito parlare dell'adozione del MES (Meccanismo europeo di stabilità) o degli EUROBOND (titoli obbligazionari dell'area euro), finalizzati a concedere prestiti ai paesi membri in difficoltà per fornire loro assistenza ed evitare impatti macroeconomici rilevanti.

In questo contesto di interventi europei a fronte delle diverse crisi, vanno analizzate anche le crisi bancarie che differiscono dalle crisi delle imprese in quanto alle banche non viene applicato il fallimento, perché la crisi di una banca potrebbe essere propagata ad un'altra banca. In caso di dissesto è importante quindi ricordare che per le banche, la crisi bisogna

prevenirla, facendo riferimento così anche al secondo pilastro dell'unione bancaria europea, ossia quello relativo al Meccanismo di Risoluzione Unico. La crisi del sistema bancario va immaginata come fenomeno fisiologico a vantaggio della concorrenza, considerando la specialità della disciplina bancaria rispetto a quella di diritto comune della crisi d'impresa (fallimento). Va evidenziata la tutela della stabilità del sistema e della fiducia degli operatori per fronteggiare al meglio anche il rischio sistemico, evitando fenomeni come la propagazione delle crisi e la corsa agli sportelli. La direttiva «BRRD» 2014/59/UE, secondo il Regolamento 804/2014, SRM (*Single Resolution Mechanism* rafforzare gli strumenti per prevenire l'insolvenza e previene come parte integrante della pianificazione strategica e patrimoniale e delle politiche di gestione del rischio. Tale direttiva limita la possibilità di salvataggi pubblici e la socializzazione delle perdite, minimizzando inoltre il *moral hazard*. Anche l'applicazione del principio del *burden sharing* (*condivisione degli oneri*) rappresenta una delle peculiarità principali della BRDD con la *Ratio* per cui il costo della crisi della banca deve essere a carico degli azionisti e dei creditori della banca.

La BRDD viene recepita da un sistema integrato, anticipando alla fase fisiologica, seguendo il D.lgs. 180/2015 con piani di risoluzione ed il D.lgs. 181/2015. TUB, art. 69 bis con i piani di risanamento che possono essere individuali e di gruppo, volti al riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria, in casi di deterioramento. Infine, citiamo le misure di intervento precoce: art. 69 *octiesdecies* ss. TUB (attuazione del piano di risanamento, rimozione esponenti) e le misure amministrative nazionali di gestione della crisi.

Il Meccanismo di Risoluzione Unico nel complesso, *Single Resolution Mechanism*, SRM reg. UE/2014/806 mira alla gestione accentrata delle crisi nell'area euro in vigore dal 1.1.2016. Per quanto concerne la composizione del SRM, ricordiamo:

1. Comitato di risoluzione unico (*Single Resolution Board*, SRB)
2. Fondo di risoluzione unico per il finanziamento dei programmi di risoluzione (*Single Resolution Fund*, SRF)

Autorità nazionali di risoluzione (*National Resolution Authorities*, NRAs).

In seguito a tale composizione, ricordiamo che il patrimonio autonomo stimato da raggiungere è pari a 55 miliardi di euro, insieme ad un livello obiettivo dell'1% dei depositi protetti dell'Unione entro il 31.12.2023

I compiti invece affidati al SRB fanno capo alla gestione ordinata delle crisi delle banche significative o con operatività transfrontaliera nell'area dell'euro e delle principali SIM, esauriti gli altri strumenti.

La pandemia scoppiata all'inizio del 2020 ha richiesto un isolamento (lockdown) che ha riguardato la maggior parte delle attività, producendo effetti sia sulla domanda, sia sull'offerta, con conseguenze tali sul Prodotto interno lordo e sul tasso di crescita da far dubitare sul futuro del capitalismo. Tutte le attività umane (scuola, trasporti, circolazione, funzioni amministrative, giustizia e così via) sono state coinvolte, salvo la filiera alimentare, una parte della sanità, polizia e poche altre. Le conseguenze di questo blocco sono state molto negative per l'economia.

«Per rimediare a questa nuova crisi, in tutti gli ordinamenti si sono registrate una riespansione dello Stato e una ridefinizione della globalizzazione. Sono aumentati gli interventi statali nell'economia e la spesa pubblica, ha riacquisito forza lo Stato come intermediario finanziario, sono diminuiti il commercio mondiale e il trasporto aereo, si sono ridefinite le global value chains (catene del valore globale, cioè le catene produttive fondate sul decentramento), riportando sul territorio nazionale attività produttive prima delocalizzate (reshoring).

Si accentuano tendenze già presenti in precedenza. L'antagonismo tra Stati Uniti e Cina divide il mondo e indebolisce l'Organizzazione mondiale del commercio. Si sviluppa la «coopetizione» (collaborazione tra competitori). Gli Stati divengono più sensibili agli shock esterni e cercano sia di difendersi, sia di accentuare i rapporti bilaterali in luogo o nel quadro di quelli multilaterali. Le ragioni sanitarie impongono la chiusura delle frontiere, ma la ricerca di vaccini accentua la cooperazione tra le economie.

Complessivamente, la globalizzazione non diminuisce, ma assume caratteristiche diverse. Nell'area europea, accanto agli Stati, è intervenuta l'Unione europea con due ordini di strumenti. Da un lato, ha interpretato in maniera meno rigida le norme dei trattati europei che vietano aiuti di Stato e quelle che pongono limiti ai deficit e ai debiti degli Stati.

Dall'altro, ha affiancato agli interventi della Banca centrale europea sul mercato dei titoli di debito emessi dagli Stati («Quantitative Easing», che consiste nel creare moneta per comprare obbligazioni statali e in qualche caso anche private) la decisione di emettere propri titoli di debito e l'orientamento a favore di assicurarsi entrate fiscali, allo scopo di fornire agli Stati in difficoltà finanziarie fondi sia a fondo perduto sia a prestito. Le circostanze eccezionali hanno quindi spinto a un rafforzamento dell'Unione, che può così

d'ora in poi fare una propria politica di bilancio, avendo acquisito risorse proprie e spending power ⁵⁵».

⁵⁵ Cassese S., *“La nuova crisi mondiale e la riespansione della sfera pubblica”*, *“La nuova costituzione economica”*, cit. pag. 36.

3. La Tutela del Risparmio oggi alla luce del Fintech

3.1. La Smart Regulation dell'UE fit for purposes e l'art. 23 del TUF relativo alla prestazione dei servizi d'investimento

Durante questi anni della triennale ho potuto comprendere l'importanza dell'educazione finanziaria grazie ad insegnamenti di diverso tipo quali diritto pubblico dell'economia, finanza aziendale e ultimo, non per importanza, regolazione finanziaria e innovazione. Grazie a codesti insegnamenti ho compreso che purtroppo ad oggi si parla ancora poco nel nostro Paese di alfabetizzazione finanziaria. Prima di analizzare più approfonditamente tale tema, credo che sia importante partire da un presupposto fondamentale, quello secondo il quale oggi nel sistema finanziario parliamo di un vero e proprio fenomeno di «over regulation»⁵⁶, a causa forse di un'eccessiva informazione che non risulta essere sempre funzionale per quanto concerne la tutela e la scelta della parte debole, ossia l'investitore/consumatore, che a causa di ciò può sentirsi "sperso", in quanto l'individuo, non essendo un essere del tutto razionale, non potrà mai recepire tutto al meglio. Ad esempio, se a me Federico dessero 100 pagine da leggere prima di stipulare un contratto non particolarmente significativo per i miei interessi, non lo farò molto probabilmente. Quest'ultimo aspetto credo che sia uno dei più importanti perché permette di riallacciarsi ad un importante tema, quello dei «Bias cognitivi»⁵⁷, ovvero strategie d'analisi dell'informazione che spesso si discostano dalla medesima a causa di descrizioni aggiuntive che possono distogliere l'attenzione. Un esempio di Bias cognitivo può essere l'«over-ottimismo» che si manifesta nel momento in cui gli individui risultano essere fin troppo ottimisti per il loro futuro, a causa dell'istinto di sopravvivenza, come viene ribadito anche dall'economista statunitense Herbert Simon. Le imprese hanno assimilato prima del Regolatore codesti Bias. Infatti, per ridurre l'impatto di queste deviazioni, l'investitore dovrebbe essere edotto, ossia educato all'informazione, conoscendo al meglio le implicazioni ed ecco che così la soluzione a tutto ciò è rappresentata dal fenomeno del

⁵⁶ Comunicazione *Over Regulation* del 19 maggio 2015, COM (2015) 215, reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0215&from=HU>.

⁵⁷ Tversky A. e Kahneman D., *“Organizzazione aziendale”* di Richard Daft, Maggioli Editore, 7° edizione (8 febbraio 2021).

«*Debiasing*⁵⁸», evidente ad esempio nei prodotti finanziari sostenibili, in cui bisogna capire se l'informativa risulti essere significativa e non solo se il prodotto sia ottimale. Come già detto precedentemente, l'Over regulation è potenzialmente anche negativa, perché la burocrazia crea dei costi, portando ad esempio ad un segno negativo anche per il Pil pubblico italiano, motivo per cui occorre una corretta educazione finanziaria che venga assicurata anche da istituzioni come è stato fatto dall'IOSCO nel 2013. Inoltre, l'assenza di tale educazione ha portato a fenomeni negativi come il «*Moral Hazard*⁵⁹», evidente in casi significativi per l'economia italiana quali il «*Risparmio Tradito*⁶⁰» che ha coinvolto importanti aziende quali la Cirio e la Parmalat, che vendevano titoli per risparmiatori attraverso le banche in modo superficiale. Questa nostra carenza sull'educazione finanziaria incide inoltre anche sulla reputazione che l'Italia può avere sul mercato, per cui bisognerebbe incentivare maggiormente l'alfabetizzazione finanziaria. Per tale ragione in Italia, valutando ad esempio che Ottobre viene considerato come il mese dell'educazione finanziaria, è stata introdotta una strategia nazionale con un comitato di progresso e coordinamento per l'educazione finanziaria.

Il policentrismo normativo che caratterizza la maggior parte degli ordinamenti moderni, e tra questi il nostro, richiede che la qualità della regolazione sia un obiettivo da perseguire a diversi livelli di governo e di produzione normativa: da una parte, quello delle organizzazioni internazionali e delle autorità sovranazionali; dall'altra, il versante delle autonomie territoriali, con le quali i governi nazionali condividono sempre più la responsabilità dei servizi pubblici e dell'attività di regolazione. Indubbiamente, il policentrismo normativo pone un problema di quantità e qualità delle «regole» presenti in un ordinamento. Il problema, per certi versi, è ineliminabile, perché non è realistico pensare, dal punto di vista politico-istituzionale, a una diminuzione dei centri di produzione normativa, che vorrebbe dire compressione delle aree di autonomia. Andrebbe inoltre sottolineato che, con riguardo ad alcuni momenti di autonomia (università, codici di autodisciplina), il fenomeno, anche in sede internazionale e OCSE, non è riguardato come espressione di «carico normativo», ma, anzi, come mezzo «alternativo alla regolazione», perché rimesso all'autonomia dei soggetti interessati.

Va ricordato che in questo contesto, il Rapporto dell'OCSE “Assicurare la qualità della regolazione a tutti i livelli di Governo” rappresenta un potente e innovativo strumento di

⁵⁸ Daft R., “*Organizzazione aziendale*”, cit. pag.41.

⁵⁹ Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., Beccalli E., “*Istituzioni e Mercati Finanziari*”, cit. pag. 20.

⁶⁰ Pellegrini M., “*Corso di diritto pubblico dell'economia*”, cit. pag. 35.

analisi della struttura della regolazione in Italia, mette in luce gli aspetti critici, che possono generare inefficienze e ostacolare lo sviluppo economico, e suggerisce possibili soluzioni. Il tema della qualità della regolazione ha acquistato un crescente rilievo tra gli studiosi del diritto e i decisori politici. La definizione di puntuali politiche di regolazione e lo sviluppo di meccanismi condivisi di *governance* consentono la realizzazione degli obiettivi di governo nel loro complesso e contribuiscono allo sviluppo economico, alla crescita e alla competitività del Paese.

«L'esperienza dei paesi OCSE mostra che la semplificazione è un processo di lungo periodo. In Italia, la legge di semplificazione per il 1998 (l. n. 50 del 1999), la prima legge annuale in materia di semplificazione e qualità della regolazione, ha inteso perseguire attraverso una policy complessiva gli obiettivi di semplificazione. Riorganizzazione delle procedure e riordino normativo si completano con l'analisi costi – benefici degli interventi e si raccordano con lo strumento della consultazione, a supporto delle scelte e delle decisioni.

A tale fine, la l. n. 50 del 1999 ha previsto l'istituzione presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri del Nucleo per la semplificazione delle norme e delle procedure ed ha introdotto la previsione di forme stabili di consultazione delle organizzazioni produttive e delle categorie interessate ai processi di semplificazione.

Il Nucleo, struttura dedicata composta da 25 esperti dotati di elevata professionalità con il supporto di una segreteria tecnica, aveva essenzialmente tre “missioni”:

- - *la semplificazione delle procedure;*
- - *il riordino del sistema normativo attraverso la redazione di testi unici;*
- - *l'analisi dell'impatto della regolazione (AIR).*

Nell'aprile del 1999, è stato istituito l'Osservatorio sulle semplificazioni, presieduto dal Ministro della Funzione Pubblica Franco Bassanini, cui partecipavano i rappresentanti delle parti sociali, firmatarie del Patto sociale per lo sviluppo e l'occupazione, i delegati di ciascun Ministro ed i rappresentanti designati dalle Regioni e dagli enti locali. L'Osservatorio aveva le specifiche finalità di verificare l'effettivo grado di snellimento delle procedure burocratiche, analizzare gli eventuali ostacoli e valutare l'efficacia delle semplificazioni già approvate, nonché di consentire forme stabili di consultazione con le

parti sociali, le autonomie territoriali e gli altri soggetti interessati ai processi di regolazione e semplificazione⁶¹».

I risultati ottenuti in quella prima esperienza di semplificazione furono considerevoli: furono semplificate circa 80 procedure amministrative (ma i procedimenti istruiti furono molto di più), elaborati alcuni testi unici (comprensivi di disposizioni legislative e regolamentari), studiata e introdotta in via sperimentale l'analisi di impatto della regolazione. La riforma costituzionale del 2001, che ha causato la devoluzione di più ampie competenze normative alle Regioni, imponeva un ripensamento delle politiche statali di semplificazione. Molto probabilmente sarebbe stato sufficiente affrontare i problemi derivanti dalla multilevel governance, ma il Governo dell'epoca, nella passata legislatura, addivenne a un sostanziale ripensamento delle politiche di semplificazione. Il Nucleo insieme all'Osservatorio sono stati soppressi a metà 2002.

Nel 2006, il Governo italiano, con l'intenzione di accrescere il coordinamento e il supporto politico alle politiche di semplificazione e qualità della regolazione ha istituito, presso la Presidenza del Consiglio dei Ministri, un Comitato interministeriale, al quale sono stati attribuiti i compiti di predisporre annualmente un Piano di azione per il perseguimento degli obiettivi del Governo in tema di semplificazione e qualità della regolazione e di coordinare l'attività di realizzazione degli obiettivi medesimi e verificarne periodicamente lo stato di attuazione. Per fornire supporto tecnico alle attività del Comitato e garantire anche il coordinamento delle specifiche iniziative delle amministrazioni, è stata costituita, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 12 settembre 2006, l'Unità per la semplificazione e la qualità della regolazione. L'Unità, formata da esperti e presieduta dal Sottosegretario alla Presidenza, è coordinata dal Capo del Dipartimento Affari Giuridici e Legislativi, coadiuvato dal Capo Ufficio legislativo del Ministro per le riforme ed innovazione nella pubblica amministrazione. L'Unità, che si avvale di una Segreteria Tecnica, è caratterizzata da aree operative divise per funzioni e materie omogenee.

«L'Unità cura in particolare la predisposizione del Piano annuale d'Azione per la semplificazione d'intesa con i competenti uffici dei Dipartimenti per la funzione pubblica e per le innovazioni e le tecnologie della Presidenza del Consiglio dei Ministri; assicura inoltre l'attuazione delle disposizioni di semplificazione e qualità della regolazione

⁶¹ *Le politiche della qualità della regolazione in Italia* “di Filippo Patroni Griffi, Relazione al Convegno OECD-Formez Roma, 8 novembre 2007, reperibile nel sito: <https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/PATR/PATRONI-GRIFFI-Regolaz.pdf>.

riguardanti l'attività amministrativa e promuove forme di raccordo con il Parlamento e con gli altri soggetti titolari di poteri normativi per il miglioramento del processo legislativo.

L'Unità partecipa alle iniziative per l'adozione di misure di semplificazione e di miglioramento della qualità della regolazione in una dimensione multilivello, in stretto raccordo con il Dipartimento per gli Affari Regionali e il Dipartimento per le Politiche Europee, curando i rapporti con gli enti pubblici, le autorità indipendenti, le Regioni e gli enti locali, da un lato e partecipando alle iniziative di semplificazione e di qualità della regolazione inserite nel quadro dell'Unione europea, dell'OCSE e di altri organismi internazionali. Svolge attività di consultazione delle parti sociali, delle categorie produttive e delle associazioni di utenti e consumatori, anche nell'ambito delle attività di supporto al Tavolo permanente per la semplificazione. La ripresa della logica dell'originario assetto delle politiche di semplificazione è solo apparente e comunque parziale. La multilevel governance riduce gli spazi immediatamente operativi di un'agenzia centrale di Governo e impone una soluzione modellata sull'attività di coordinamento dei centri di di regolazione e soprattutto sul raccordo interistituzionale con le autonomie territoriali. Gli obiettivi prioritari delle attuali politiche di semplificazione sono tesi sia alla definizione ed attuazione di puntuali azioni di semplificazione, a forte impatto su cittadini e imprese, sia all'adozione di azioni più sistematiche di qualità della regolazione, come l'AIR, il riordino normativo e il taglia-leggi, e gli strumenti di Better regulation in un contesto di governance multilivello⁶²».

A maggio 2015, la Commissione europea ha adottato il nuovo pacchetto sulla *Better regulation*⁶³. Come sottolinea anche la Commissione, la *Better regulation* richiede di progettare le norme e le politiche in modo aperto e trasparente, facendo sì che gli obiettivi siano raggiunti con il minimo costo e tenendo conto dell'intero ciclo politico della regolazione, dalla progettazione all'adozione, implementazione, applicazione, valutazione e revisione di una norma. Grazie alla nuova Agenda, *“la Commissione si impegna ad assumersi la responsabilità politica di applicare nella sua attività i principi e le procedure per legiferare meglio e invita le altre Istituzioni dell'Ue e gli Stati membri a fare altrettanto”*. Dunque, gli Stati e le loro Regioni sono chiamati a fare la loro parte, ed è qui che si introduce il tema della dimensione territoriale degli strumenti della *Better regulation*

⁶² *“Le politiche della qualità della regolazione in Italia”* di Filippo Patroni Griffi, Relazione al Convegno OECD-Formez Roma, 8 novembre 2007, cit. pag 44.

⁶³ *Better regulation for better results – An EU Agenda* (COM (2015) 219, del 19 maggio 2015), reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0215>.

e dei suoi principi, a partire da sussidiarietà e proporzionalità. L'articolo si suddivide in due parti. Conseguenzialmente, alla luce della nuova Agenda dell'Ue, la prima parte passa in rassegna l'applicazione degli strumenti della *Better regulation* in riferimento alla partecipazione italiana alla fase ascendente e discendente del diritto e delle politiche dell'Unione europea, inclusi due casi di studio regionali. Invece, la seconda parte è finalizzata a rappresentare le modalità organizzative interne alle amministrazioni per la gestione e la prevenzione delle procedure di infrazione. Anche per quanto concerne questa seconda parte, il quadro viene completato con due casi regionali.

Dal punto di vista tecnico, tali problemi si evidenziano anche nella regolamentazione finanziaria, motivo per cui negli ultimi anni si è parlato molto anche della cosiddetta Agenda per una *«Better regulation»*⁶⁴, introdotta in Europa con strumenti ed indicatori volti a possibili migliorie delle regole del mercato, ad esempio con consulenze pubbliche finanziarie dove diviene sempre più importante anche il concetto di una vera e propria Smart regulation, ossia una *«Legislazione fit for purposes»*, che non sia sempre la stessa e che si possa basare su un ciclo che parta dai fallimenti del regolatore con un monitoraggio periodico. Come abbiamo potuto analizzare anche nelle lezioni inerenti alla MiFID, nell'articolo 23 del TUF è prevista l'attuazione di principi che sono alla base della della Smart regulation, collegandosi così all' AIR che si occupa di uno studio ex-ante rispetto alla regolazione, in cui bisogna individuare il problema, elaborarlo e valutare le diverse opzioni in base ad un'analisi costi/benefici, dove viene messa in consultazione l'opzione scelta ed infine vengono pubblicate le risposte che entrano in vigore dopo tre anni. Dopo tale procedimento, si procede alla fase ex-post rispetto alla regolazione, attraverso la VIR che permette di effettuare un'analisi di impatto.

AIR e consultazione nascono storicamente dall'esigenza di assicurare il passaggio da una semplificazione meramente giuridica delle procedure a una semplificazione che muova e realizzi esigenze reali, di carattere eminentemente economico, dei settori produttivi o che riguardino la vita quotidiana dei cittadini nei rapporti con l'apparato burocratico. L'articolo 5 della legge 8 marzo 1999 n. 50 prevede una fase sperimentale, avviata con la direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 27 marzo 2000, cui è seguita la "Guida alla sperimentazione dell' AIR". Il concreto utilizzo degli strumenti messi a punto ha, tuttavia, evidenziato alcuni punti critici che ne affievolivano l'efficacia: si è ritenuto necessario,

⁶⁴ Comunicazione *Better Regulation* del 19 maggio 2015, COM (2015), reperibile nel sito: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/better-regulation/>.

dunque, semplificare le procedure di AIR e l'articolo 14 della legge n. 246/2005 ha operato in tal senso. La disciplina dell'AIR, che in passato si estendeva a tutti gli atti normativi, agli atti regolamentari e alla normativa di dettaglio, dopo la riforma del 2005, trova applicazione solo per gli atti normativi del Governo, compresi quelli adottati dai singoli Ministri, i provvedimenti interministeriali, nonché i disegni e i progetti di legge di iniziativa governativa. La riforma del 2005 attribuisce alle singole amministrazioni competenti a presentare l'iniziativa normativa, la responsabilità di sviluppare l'AIR, comunicando i risultati al Dipartimento Affari Giuridici e Legislativi della Presidenza del Consiglio dei Ministri (DAGL), cui sono affidate funzioni di indirizzo e coordinamento in materia.

Un aspetto interessante, relativo al modello adottato in Italia, riguarda le deroghe che sono espresse alla predisposizione della scheda AIR (disegni di legge costituzionale, disegni di legge finanziaria e di bilancio, atti normativi in materia di sicurezza interna ed esterna dello Stato, ecc.). Sempre in materia di deroghe, la legge n. 246/2005 prevede che sia il DAGL a consentire l'esenzione dall'AIR in casi straordinari di necessità ed urgenza e nelle ipotesi di peculiare complessità e ampiezza dell'intervento normativo e dei suoi possibili effetti. Per consentire una più ampia applicazione dell'AIR da parte delle amministrazioni, è diventata indispensabile la semplificazione della procedura e metodologia AIR. La revisione della procedura e degli strumenti AIR rappresenta infatti oggetto di una specifica azione del Piano di azione per la semplificazione adottato per il 2007. In corrispondenza, opera, all'interno dell'Unità per la semplificazione e la qualità della regolazione, un apposito Gruppo di lavoro per la redazione di un regolamento attuativo della legge 246/2005 e per la predisposizione di una scheda AIR "più leggera" rispetto a quella più dettagliata prevista dalla guida metodologica che finora è stata adottata. Il modello di relazione AIR, allegato al nuovo regolamento attuativo dell'articolo 14 della legge 246/2005, attualmente in fase di preparazione, individua una serie di ambiti concettuali come: il contesto, la coerenza programmatica dell'iniziativa, le informazioni utilizzate, le procedure di consultazione, la valutazione dell'opzione di non intervento che indicano la sequenza logica delle informazioni raccolte e organizzate dall'amministrazione titolare dell'iniziativa normativa, i risultati dell'analisi svolta e la giustificazione della scelta compiuta. Sia in ambito nazionale che europeo, la semplificazione normativa, componente fondamentale della qualità della regolazione, rappresenta una priorità. In Italia, la Legge 28 novembre 2005, n. 246, legge di semplificazione per l'anno 2005, (articolo 14, comma 12 e segg) ha introdotto nel nostro ordinamento il meccanismo del cosiddetto "taglia-leggi", ossia una sorta di ghigliottina

legislativa, finalizzata ad eliminare dall'ordinamento le leggi ormai desuete e non più utili, in vista ed in funzione della più complessiva opera di riassetto normativo.

Il Comitato interministeriale ha istituito un *Comitato tecnico* ad hoc, cui affidare compiti di impulso e raccordo nei confronti delle Amministrazioni che sono coinvolte nell'attuazione del citato articolo 14. Il piano di intervento si articola in due fasi distinte: in prima battuta, il Governo individua le disposizioni legislative statali vigenti, evidenziando le incongruenze e le antinomie relative ai diversi settori legislativi e trasmette al Parlamento una relazione finale entro ventiquattro mesi dalla data di entrata in vigore della legge.

Il Governo adotta in seguito anche decreti legislativi che individuano le disposizioni statali pubblicate anteriormente al 1° gennaio 1970, anche se modificate con provvedimenti successivi, delle quali si ritiene indispensabile la permanenza in vigore. Nell'ambito di questa operazione terrà conto di principi e criteri direttivi ben definiti, volti, tra l'altro, all'armonizzazione delle disposizioni mantenute in vigore con quelle pubblicate successivamente alla data del 1° gennaio 1970. Decorso tale termine, tutte le disposizioni legislative statali pubblicate anteriormente al 1° gennaio 1970, anche se modificate con provvedimenti successivi, verranno abrogate.

Una regolazione di qualità si inserisce all'interno di un contesto di regole chiare e di competenze definite; quindi la sfida fondamentale per il governo italiano è la ripartizione dei ruoli tra Stato e Regioni, specie nelle aree di potestà normativa concorrente. Il ruolo principale dello Stato si esplica al meglio sia attraverso forme di consultazione e di coordinamento, sia attraverso l'adozione di strumenti come il Piano d'azione per la semplificazione e la qualità della regolazione, che raccogliendo e sintetizzando le iniziative di semplificazione amministrativa e di riordino normativo, possono orientare e armonizzare gli interventi a livello regionale.

Competenze e responsabilità istituzionali ben definite sono fondamentali per una regolazione più chiara, trasparente e accessibile ai cittadini. Per tale ragione, da un lato, devono essere rafforzate le capacità umane e tecniche per produrre regolazione di alta qualità. A tal proposito, il Piano d'Azione per il 2007 ha previsto la messa a punto di modelli di formazione e di azioni di accompagnamento all'implementazione del Piano, quali ad es. la realizzazione di laboratori presso le amministrazioni dello Stato, delle Regioni e degli enti locali per sperimentare le misure previste dal disegno di legge "Nicolais" (A.C. 2161), la realizzazione di programmi di semplificazione, di misurazione, riduzione dei tempi e degli

oneri, la reingegnerizzazione dei processi di servizio e infine la realizzazione di laboratori sulla semplificazione normativa e l'AIR, anche attraverso un confronto delle best practices.

D'altro canto, la moltiplicazione dei livelli di autorità potrebbe incidere negativamente sulla trasparenza e sull'efficacia dell'intervento normativo. Codesto rischio può essere scongiurato solo attraverso forme di "collaborazione" tra i diversi livelli di governo e tra questi e i cittadini, come il Tavolo permanente per la semplificazione, che costituisce una forma stabile di raccordo e di consultazione tra le categorie produttive, le Regioni e gli enti locali. La consultazione non ha quindi solo una funzione istruttoria e preventiva rispetto alle decisioni, ma è anche finalizzata a migliorare il flusso informativo dei dati attinenti alla qualità della regolazione, a monitorare l'attuazione degli obiettivi di semplificazione e a coinvolgere i diversi livelli di governo, rendendoli responsabili dei risultati. Il Tavolo svolge un ruolo di ausilio nel coordinamento orizzontale relativo alla qualità della regolazione, perchè prevede l'individuazione di un quadro condiviso di principi fondamentali in grado di migliorare e di uniformare l'attività normativa delle Regioni e degli enti locali, ad es. attraverso l'unificazione dei manuali statali e regionali in materia di drafting e la previsione di idonei sistemi di monitoraggio.

«Il coordinamento tra i diversi livelli di governo è assicurato da un'apposita intesa sui principi e strumenti di qualità della regolazione, l'Accordo tra lo Stato e le Regioni e le Province autonome di Trento e Bolzano, le Province, i Comuni e le Comunità montane in materia di semplificazione e miglioramento della qualità della regolamentazione, siglato il 29 marzo 2007.

L'Accordo, in stretto collegamento con l'obiettivo europeo di misurare e ridurre del 25%, entro il 2012, gli oneri amministrativi e in particolare gli obblighi d'informazione imposti alle imprese (Consiglio Europeo dell'8-9 marzo 2007), fissa un obiettivo congiunto tra Stato e Regioni del 25%. Un incremento dei benefici derivanti dalla regolazione e una riduzione dei costi deriva anche da una diffusione delle tecniche di analisi d'impatto della regolazione (AIR). Il Piano d'Azione prevede proprio la diffusione dell'AIR a livello regionale, non solo attraverso la formazione del personale, ma anche con l'individuazione di strumenti per la qualità della regolazione, quali l'analisi tecnico-normativa (ATN) e l'analisi di impatto della regolamentazione ex ante (AIR). La diffusione degli strumenti di e-government accompagna e sostiene il processo di semplificazione e miglioramento della regolazione, favorendo la diffusione delle informazioni e la partecipazione dei cittadini. A questo riguardo, le tecnologie informatiche facilitano l'innovazione e la reingegnerizzazione dei

processi. Uno degli obiettivi del Piano d'azione è proprio razionalizzare le banche dati esistenti e migliorarne l'accessibilità, ma soprattutto ridurre gli oneri per le imprese e per i cittadini con sportelli telematici che agevolino le procedure (es. sportello unico). È previsto pure un crescente ricorso alla consultazione telematica sia per la preparazione del Piano d'azione 2008, sia, in via sperimentale, per l'adozione di nuovi provvedimenti normativi.

Il successo di tali iniziative dipenderà da un forte supporto politico e dalla diffusione e rafforzamento degli strumenti di qualità della regolazione ai diversi livelli di governo, attraverso la partecipazione e il consenso di tutti gli attori e le parti interessate⁶⁵».

Per quanto concerne la VIR⁶⁶, essa è una valutazione *ex post* degli effetti prodotti da una determinata legislazione o regolamentazione in un certo arco temporale. A partire dal 2009 i ministeri hanno il compito di svolgere queste valutazioni su tutta la normativa introdotta nel biennio precedente. Tuttavia, per quanto a livello europeo la Commissione Juncker abbia puntato proprio su questo strumento per migliorare la regolazione con il programma REFIT, dai dati disponibili si evidenzia un'applicazione ancora insufficiente a livello nazionale, giacché, nel 2014 a fronte di un corpus normativo di 120 provvedimenti che dovevano essere sottoposti a VIR, le relazioni pervenute sono state solo 5. Dalla lettura delle relazioni annuali al Parlamento sull'applicazione dell'AIR emergerebbe anche l'opportunità di introdurre delle modifiche alla regolazione vigente, al fine di selezionare gli ambiti normativi su cui effettuare la valutazione di impatto in maniera effettiva ed efficace. È allo studio del Dipartimento un'ipotesi volta a definire un piano biennale di settori normativi su cui il ministero competente all'iniziativa normativa, dovrebbe svolgere la valutazione *ex post*, nella quale confluirebbero provvedimenti normativi che hanno prodotto degli impatti significativi o che si ritengono particolarmente caratterizzanti l'azione del dicastero. Una simile programmazione, tramite il principio di proporzionalità, mira a selezionare l'utilizzo della VIR per le aree di legislazione che hanno maggior significato per il programma di governo e per gli impatti sui destinatari. Tra le criticità della VIR si segnala, oltre al numero esiguo, anche la carenza di dati quantitativi sugli impatti e l'insufficiente ricorso alle consultazioni degli *stakeholders*. Nello specifico, per quanto riguarda le consultazioni come

⁶⁵ *Le politiche della qualità della regolazione in Italia* “di Filippo Patroni Griffi, Relazione al Convegno OECD-Formez Roma, 8 novembre 2007, cit. pag. 45.

⁶⁶ “Better regulation” nell’Unione europea: principi, obiettivi e strumenti, 2015, reperibile nel sito: https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg18/file/repository/UVI/05_-_Better_regulation_for_better_results.pdf.

strumenti di *Better regulation*, nell'ambito del processo di AIR e di VIR, esse si dividono in procedure aperte (a chiunque sia interessato, con consultazioni *on line*, audizioni, forum, ecc.) e procedure chiuse (tavoli con *stakeholders*, riunioni presso i Ministeri, *focus group*, ecc.), ma i dati concernenti il numero di quelle attivate sono bassi, per cui, con il prossimo regolamento, si potrebbe intervenire anche su tale disciplina, incentivandone l'uso sia nell'AIR che nella VIR, ad esempio prevedendo un periodo di quattro settimane per lo svolgimento di consultazioni aperte, sui siti delle amministrazioni centrali, in occasione sia di AIR su nuovi provvedimenti, che di VIR sulla legislazione esistente. Anche in tale circostanza la pianificazione delle attività è un momento fondamentale, come suggerito anche dal Rapporto dell'OCSE sulla politica della *regolazione*⁶⁷, che invita l'Italia a dotarsi di un programma semestrale di nuove iniziative legislative corredate di AIR, per le quali indicare anche le consultazioni pubbliche. Altra attività di competenza del Dipartimento è sicuramente il monitoraggio degli oneri amministrativi introdotti o eliminati nell'anno precedente, desumibili dalle relazioni AIR dei provvedimenti approvati dal Governo. Codesto monitoraggio è utile per la successiva attività di analisi e confronto con le parti interessate da parte del Dipartimento della funzione pubblica, tenuto a redigere il c.d. "bilancio degli oneri amministrativi" ai sensi dell'articolo 8, comma 2-*bis*, della legge 11 novembre 2011, n. 180. Invero, proprio attraverso il monitoraggio delle relazioni AIR, il DAGL fornisce una prima base di confronto con le relazioni rese a consuntivo da ciascun ministero, su cui il Dipartimento della funzione pubblica elabora il bilancio annuale complessivo, pubblicato sul sito del Governo entro il 31 marzo. Il bilancio, presentato nel 2015 per la prima volta, è distinto per singoli Ministeri e mostra per ciascuno di essi quanto sia stato risparmiato o addebitato a carico di cittadini o imprese per oneri burocratici. Nel 2015 il DAGL ha avviato, con il supporto della Scuola Nazionale dell'Amministrazione, un ciclo di corsi di formazione specialistica sulle tecniche di valutazione di impatto per l'AIR e la VIR, indirizzate ad oltre un centinaio di funzionari dei Ministeri coinvolti nelle attività di AIR e VIR, proseguito anche nel 2016.

È allo studio la revisione dei regolamenti AIR e VIR e la predisposizione di linee guida metodologiche sulle tecniche e procedure di valutazione di impatto, sia *ex ante* che *ex post* e anche per la fase ascendente del procedimento di formazione della normativa europea. Con riferimento a quest'ultimo ambito, il DAGL punta a rafforzare il coordinamento delle

⁶⁷ Regulatory Policy Outlook 2015, OECD, Country Profile: Italy, reperibile nel sito: <https://www.oecd.org/regreform/regulatory-policy/regulatory-policy-italy.htm>.

amministrazioni statali nello svolgimento delle valutazioni di impatto sull'ordinamento interno dei progetti di atti legislativi europei (c.d. "AIR ascendente"). Attraverso le opportune indicazioni metodologiche, i ministeri che partecipano al procedimento negoziale in Consiglio dell'Unione sono chiamati a svolgere una valutazione d'impatto sulle conseguenze che la proposta di direttiva o di regolamento UE avrebbe sull'ordinamento nazionale, anche in termini economici-sociali sui destinatari. Partendo da una selezione di atti legislativi UE su cui concentrare l'analisi di impatto, i ministeri potranno disporre di studi di impatto utili per orientare il negoziato nel corso del procedimento legislativo in Consiglio e nel Parlamento europeo. Tutto ciò costituisce un'innovazione che permetterebbe di rinvenire un maggior numero di "valutazioni di impatto italiane" sulle proposte legislative preparate dalla Commissione. Il presidio del ciclo di regolazione UE è fondamentale sin dalle primissime fasi, ossia nel momento in cui la Commissione adotta le *roadmaps* e il programma legislativo annuale, in modo da poter individuare le iniziative legislative foriere di impatti a livello nazionale ed intervenire efficacemente nel corso del negoziato legislativo. Analogamente si vorrebbe procedere per *evaluation e fitness checks*, cioè per le valutazioni a posteriori che la Commissione europea inserisce all'interno del Programma REFIT. A questo proposito, proficua è stata la partecipazione del DAGL, nel 2014-2015, ad un *pilot project* con la Commissione europea per un *fitness check* sulla legislazione alimentare, che ha rappresentato il primo caso di *fitness check* congiunto tra Commissione e Stati membri ed ha permesso inoltre di intraprendere un percorso di conoscenza e sensibilizzazione delle amministrazioni sulle attività condotte a livello europeo nell'ambito della migliore regolamentazione e partecipazione dei destinatari. Il DAGL si occupa della cura delle attività in sede europea e internazionale con riguardo alla valutazione di impatto (AIR e VIR) e alle consultazioni degli *stakeholder*, partecipando regolarmente ai lavori dei tavoli tecnici sulla *better regulation* presso le Istituzioni europee (Consiglio dell'Unione, Commissione), al fine di incidere sugli orientamenti delle politiche di qualità della regolazione delle Istituzioni e arricchire le politiche nazionali con le migliori prassi internazionali. Si curano, altresì, scambi di buone prassi a livello bilaterale e multilaterale con i Paesi europei, anche in coordinamenti che sono informali ma propedeutici alla definizione della posizione italiana in linea con i principali partner europei. *Last but not least*, il DAGL partecipa, come delegato del Governo, insieme al Dipartimento della funzione pubblica, per gli aspetti di rispettiva attribuzione, agli incontri infrannuali del Comitato per la politica della regolazione dell'OCSE, che svolge attività di impulso e di promozione delle tecniche e delle politiche di qualità della regolazione presso i Governi dei Paesi membri.

È chiaro quindi che l'ideale sarebbe recepire tutte le direttive bene e per tempo⁶⁸. Questo non è sempre possibile per diverse ragioni. Quando si recepisce tardivamente una direttiva, l'analisi della Commissione immediatamente diventa un'analisi di conformità. Ciò significa che quell'infrazione non verrà archiviata finché la Commissione non sarà sicura che la direttiva è stata correttamente recepita. Quindi non basta solo notificare la misura di recepimento in ritardo per chiudere la procedura di infrazione per mancata trasposizione. Pertanto, se lo Stato membro riuscisse a notificare per tempo il recepimento, la Commissione seguirebbe un proprio calendario per il controllo di conformità. Se la notifica avviene in ritardo, invece, il controllo di conformità scatterà automaticamente e potrà protrarsi molto a lungo. Ciò accade in alcuni settori, come quello degli affari interni, in cui l'Italia ha notificato in ritardo il recepimento di alcune direttive e le procedure di infrazione sono aperte da anni, perché data la complessità degli argomenti i servizi della Commissione non sono ancora riusciti a completare l'analisi.

Il punto di partenza è fondamentale per coordinare il lavoro dei negoziatori con quello di coloro che poi recepiscono le direttive. Invece, di solito, vi è discrasia tra le persone che compongono i gruppi di lavoro e negoziano le direttive, fino al coinvolgimento del Parlamento e per tutta la durata del negoziato, finché la direttiva viene pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale, e chi si occupa del recepimento. Dal momento in cui scatta il termine per il recepimento, in genere due anni, avviene un passaggio di testimone, da chi ha negoziato le direttive a chi le deve recepire, cioè gli Uffici Legislativi. Tuttavia, non sempre gli Uffici Legislativi sono stati coinvolti nella fase ascendente. A volte è proprio questo scollamento presente tra fase ascendente e fase discendente che è all'origine dei ritardi nel recepimento. Nell'ambito del recepimento, inoltre, serve anche un coordinamento tra Stato e Regioni. Alcune direttive sono così complesse che non è possibile evitare il passaggio di amalgama con l'attività legislativa delle Regioni, Ad esempio, si consideri la materia dell'efficienza energetica degli edifici, dove l'Italia è riuscita a superare la procedura di infrazione solo dopo due anni di fatiche. In certe aree di particolare complessità, quindi, non solo è necessario un raccordo tra chi negozia e chi traspone, ma anche tra lo Stato e le Regioni. Questo è valido anche per la necessità di coordinamento tra le Regioni stesse. Quando venti Regioni e due Province autonome devono recepire la stessa direttiva, potrebbe essere utile

⁶⁸ *"Il recepimento delle direttive", "Better regulation" nell'Unione europea: principi, obiettivi e strumenti*, 2015, reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2022:152:FULL&from=EN>.

lo scambio di esperienze e soluzioni. Anche gli uffici regionali a Bruxelles possono avere un ruolo importante in tale contesto, specialmente per i contatti che possono mantenere con una serie di attori che non appartengono alla catena nazionale del negoziato ma, piuttosto, alla catena europea, alle altre Regioni europee, ai lobbisti, ai gruppi di interesse che a Bruxelles intervengono nel lavoro legislativo e che a volte lo modificano anche in maniera sostanziale. Un'altra osservazione importante che però potrebbe apparire banale, che tuttavia la prassi consiglia di sollevare, è di prestare attenzione al fatto che molti recepimenti sono, in un certo senso, delle “matrioske”, cioè includono delle scadenze successive tassative. Molte norme di recepimento comportano infatti l'adozione di altri atti che assicurano, a termine, l'applicazione effettiva della direttiva. Diventa essenziale prestare molta attenzione ai calendari. Se viene studiato bene il calendario attuativo si può prevenire il problema, perché è chiaro che a quella data vada modificato il risultato e vi è il tempo per organizzare la preparazione. Su tale punto il Comitato Interministeriale per gli Affari Europei (CIAE) può giocare un ruolo cruciale per il coordinamento del recepimento. Nell'ambito della preparazione dei lavori del CIAE, infatti, opera il CTV (Comitato Tecnico di Valutazione), ossia una sorta di coordinamento che prepara i lavori del comitato. Potremmo immaginare che questo lavoro di coordinamento, col tempo, possa cominciare ad affrontare in maniera onnicomprensiva anche il tema dei recepimenti. Potrebbe convocarsi periodicamente un CTV degli uffici legislativi per monitorare ogni mese l'avanzamento del recepimento delle direttive che scadranno, ad esempio, dopo sei mesi. Questa potrebbe essere una soluzione per avere sotto controllo il cammino dei provvedimenti che si avvicinano al termine della scadenza. Di conseguenza, è chiaro che le Regioni hanno un problema parallelo: una volta che viene recepita una direttiva a livello statale, si pone il problema del recepimento a livello locale e, in termini preventivi, questo lavoro centrale deve avere un suo corrispettivo a livello delle Regioni.

Come già ribadito precedentemente, l'attuazione dei principi contenuti nella Smart regulation, è prevista nell'articolo «23 del TUF»⁶⁹, relativo alla prestazione dei servizi d'investimento e conseguenzialmente alla conclusione dei contratti in materia di servizi d'investimento⁷⁰.

⁶⁹ Articolo 23 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), reperibile nel sito: https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88.

⁷⁰ Capriglione F., “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, Wolters Kluver, CEDAM, 2° edizione, 2019.

- Comma 1: per tutti i contratti (ad eccezione del servizio di consulenza) è obbligatoria la forma scritta. Va consegnato un esemplare del contratto, comprensivo delle condizioni generali, al cliente. In caso di inosservanza del requisito di forma, il contratto è nullo; è questa un'ipotesi di nullità relativa potendo essere fatta valere solo dal cliente, nel cui esclusivo interesse è stabilita.
- Comma 2: si prevede la nullità (sempre relativa) di ogni pattuizione di rinvio agli *usi* per la determinazione del corrispettivo dovuto dal cliente e di ogni altro onere a suo carico: “in tali casi (cioè qualora la nullità sia dichiarata) nulla è dovuto” alla banca o all'impresa di investimento.

Il comma 5 dell'art. 23, nell'ambito della prestazione dei servizi e attività di investimento, stabilisce che agli strumenti finanziari derivati (o a strumenti analoghi) non si applica l'art. 1933 del codice civile (secondo il quale al vincitore non compete azione verso il perdente per il pagamento di un debito di gioco o di scommessa - come tali estranee alla logica di un regolare svolgimento dell'attività di impresa-, salva la non ripetibilità di quanto spontaneamente pagato da quest'ultimo, nel caso non vi sia stata alcuna frode).

Infine, il comma 6 di tale articolo prevede che:

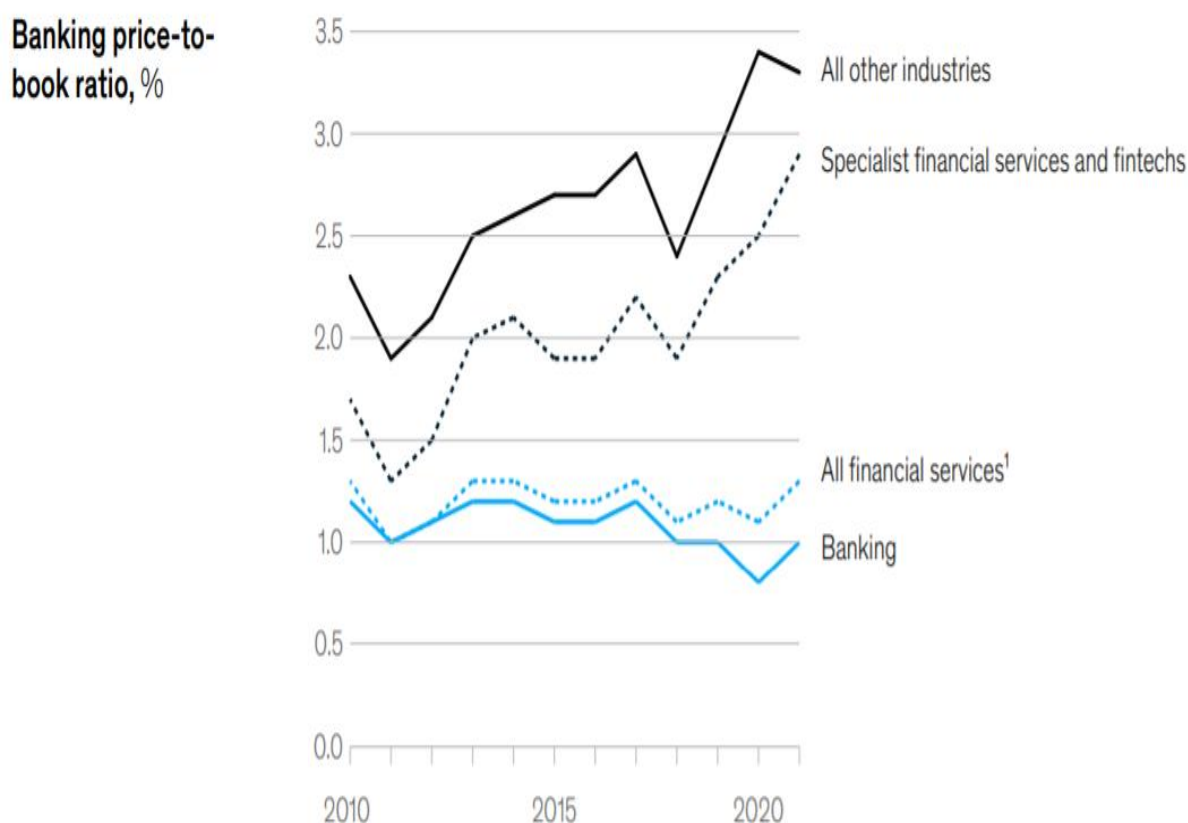
- Sempre in un'ottica di protezione dei risparmiatori, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati ai clienti nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, l'onere della prova “di aver agito con la specifica diligenza richiesta” è a carico dei soggetti abilitati.
- È questa una inversione dell'onere della prova, essendo tenuto l'intermediario a dimostrare di aver agito con la specifica diligenza richiesta dalla natura della prestazione eseguita (e, quindi, di aver rispettato le regole di condotta stabilite dal t.u.f. e dalla regolamentazione Consob).

3.2. La gestione del risparmio nell'epoca del Fintech

«*Banks are dinosaurs, they can be bypassed [...] we need banking, not banks*⁷¹». Queste sono state le parole di Bill Gates rivolte alle banche che a volte intermediano in forma

⁷¹ Bill Gates, 9-01-1995, American Banker, reperibile nel sito: <https://www.americanbanker.com/news/is-microsofts-bill-gates-right-when-he-says-banks-are-technology>.

insufficiente, motivo per il quale dovrebbe essere incrementata l'innovazione tecnologica. Dalla crisi del 2007 vi è stata un'implosione del sistema, con una carrellata di sfortune fino ad arrivare al COVID che ha messo in estrema difficoltà le banche con un rapporto tra il ROE e il Cost of equity inferiore al Costo unità, giungendo così ad un EVA negativo che rappresenta un business model delle banche non creditizio. Rifacendosi ad un linguaggio più tecnico-economico, gioca un ruolo fondamentale nell'analisi di tale contesto, il Price to book ratio che è un multiplo che è uguale al rapporto tra il valore di mercato e il prezzo del patrimonio netto della società, dal quale è possibile evidenziare che vi è stata una vera e propria crisi di valore a livello globale, andando ad incidere sulle aspettative che crescono e sulla sostenibilità. Tutto ciò è evidenziabile anche nel seguente grafico⁷².



«In questa crisi indotta dal Coronavirus il settore finanziario è certamente impattato in modo rilevante. È bene dunque chiedersi quali siano gli effetti dell'emergenza sanitaria su Fintech e servizi finanziari e assicurativi digitali. È una domanda che pongono molti imprenditori del settore e manager di istituti finanziari, la cui risposta impone più di una di una riflessione...⁷³».

⁷² McKinsey, grafico "Banking price to book ratio during COVID", 2021.

⁷³ Renga F., "Fintech e servizi finanziari" - Direttore Osservatorio Fintech & Insurtech (Politecnico di Milano), reperibile nel sito: <https://www.osservatori.net/it/ricerche/osservatori-attivi/fintech-insurtech>.

Un appunto ulteriore va fatto anche per le filiali, che a causa di tutto ciò, stanno diminuendo. Fintech non significa solo innovazione, ma corrisponde alla crisi di financial e technology. Col Fintech infatti nascono, di fronte a questa Destruction, risposte rappresentate ad esempio dalla disintermediazione, decentralizzazione, democratizzazione fino ad arrivare nel 2009 al noto fenomeno del Bitcoin, immaginando così il Fintech come una *Giant Wave*, in cui viene realizzato un vero e proprio whipeout delle banche. Anche la Banca D'Italia ha cercato di intervenire attraverso una serie di definizioni ben marcate, inerenti alla tecnologia.

Big Data: Insieme di dati di enorme dimensione, memorizzati anche in archivi eterogenei ossia non correlati tra loro; a differenza dei sistemi gestionali tradizionali, che trattano dati strutturati o strutturabili in tabelle tra loro relazionabili, i big data comprendono anche dati semi- strutturati o non strutturati (e.g. dati che provengono dal web come i commenti sui social media, documenti di testo, audio, video, ecc.)

Cloud technologies: Tecnologie che consentono l'accesso diffuso, agevole e su richiesta a un insieme condiviso e configurabile di risorse per l'elaborazione dei dati (e.g. reti, server, memoria, applicazioni e servizi), fornite e distribuite con rapidità e con minima interlocuzione con il fornitore di servizio. In base alla tipologia di accesso all'infrastruttura esse possono distinguersi in:

- public cloud technologies, se l'infrastruttura è disponibile per il pubblico in generale;
- private cloud technologies, se l'infrastruttura è disponibile per l'uso esclusivo di una singola istituzione;
- hybrid cloud technologies, se l'infrastruttura è composta da una private e da una public.

Distributed Ledger Technology (DLT) e Smart contracts: Tecnologia di registro distribuito in cui tutti i nodi di un sistema condividono una banca dati comune e contribuiscono alla sua tenuta e al suo aggiornamento in modalità non centralizzata, ricorrendo alla crittografia per l'autenticazione delle transazioni. Gli smart contracts sono contratti scritti in linguaggio informatico in grado di entrare in esecuzione e fare rispettare le proprie clausole in automatico e senza l'intervento umano, nell'ambito delle tecnologie DLT o per l'esecuzione di transazioni aventi ad oggetto valute virtuali.

Internet of Things (IoT): Sensori e attuatori connessi da reti di sistemi di calcolo, in grado di monitorare e/o gestire azioni connesse ad oggetti e macchine. I sensori sono inoltre in grado di monitorare il mondo naturale, incluse persone e animali.

Machine Learning: Algoritmi e di processi di apprendimento per la realizzazione di applicazioni le cui prestazioni migliorano automaticamente con il tempo grazie

all'elaborazione di nuovi dati. Per la sua realizzazione esistono diverse tecniche adatte a seconda del caso d'uso (e.g. regressione lineare, classificazione, alberi decisionali, reti neurali, ecc.). Esclude le soluzioni tecnologiche impiegate nei casi di Big Data e Robot Process Automation.

Natural Language Processing (NLP): Campo di ricerca interdisciplinare che abbraccia informatica, intelligenza artificiale e linguistica, il cui scopo è quello di sviluppare algoritmi in grado di analizzare, rappresentare e quindi "comprendere" il linguaggio naturale, scritto o parlato.

Open banking platform, API: Fornitura di servizi bancari mediante l'utilizzo di open standard Application Programming Interfaces ("open standard APIs") che consentono lo sviluppo di applicazioni e servizi che si avvalgono di dati e funzioni offerte dall'infrastruttura tecnologica di un'istituzione finanziaria terza.

Robot Process Automation (RPA) Tecnologie e soluzioni per l'automazione dei processi lavorativi, comprese quelle basate su Artificial Intelligence, che possono eseguire in modo automatico le attività ripetitive svolte dal personale. La RPA nel settore finanziario è di frequente introdotta per automatizzare le attività di back-office ed in generale come evoluzione dei sistemi per la gestione dei flussi di lavoro (workflow management).

Tecnologie biometriche: Tecnologie per l'autenticazione dell'identità elettronica o digital identity authentication: procedure e strumenti elettronici utilizzati, nel rispetto della normativa vigente, per l'identificazione e la verifica online delle generalità del cliente (ad es. tramite webcam) e per l'assegnazione o validazione delle credenziali di autenticazione, in grado di consentire la registrazione iniziale del cliente e la gestione completa del rapporto contrattuale esclusivamente attraverso canali remoti.

Tali innovazioni coinvolgono ogni segmento dei mercati dei servizi bancari e finanziari:

- i servizi di pagamento (instant payment),
- i servizi di consulenza automatizzata nella gestione dei patrimoni (robo-advisors),
- il credito al consumo e alle imprese (crowdfunding e peer-to-peer financing),
- le valute virtuali (Bitcoin),
- le tecnologie di validazione decentralata delle transazioni (blockchain o DTL Distributed Ledger Technology),
- il supporto ai processi di analisi e valutazione del credito (cloud computing e big data).

Nel Settembre del 2016 la CONSOB ha avviato un progetto di ricerca applicata, denominato «*Fintech: digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria*⁷⁴», insieme ad alcuni dei principali atenei universitari italiani.

Per quanto concerne l'universo della tecnologia e della finanza, la parola Fintech nasce dal connubio tra Finance (Fin) e Technology (Tech), che pone attenzione alle due radici forti a cui fare riferimento. Rivolgendosi all'accezione più ampia del termine, si intende un qualunque utilizzo di strumenti digitali applicati in ambito finanziario. Diversamente, Fintech è utilizzato anche per indicare solamente le startup operanti in tale contesto. Si parla spesso di startup Fintech-Fin e di quelle Fintech-Tech: le prime sono quelle che si focalizzano su uno o più servizi finanziari e cercano di ottimizzarli tramite l'utilizzo di strumenti digitali, le seconde invece hanno un processo diametralmente opposto perchè partono dallo sviluppo di una specifica tecnologia che viene poi applicata al settore finanziario e non solo. Le modalità di Fintech e Techfin prevedono una tecnologia a monte, o a valle che sconvolge o modifica l'attività. Inoltre, la tecnologia viene letta come implementazione dell'efficienza di forme esistenti, senza modifica di modalità (pagamenti on line). Tutto ciò consente anche la modifica delle modalità (ex *Trading on line*, negoziazione digitalizzata), rendendo possibili operazioni nuove (ex *Crowdfunding*). Vi è anche una diversa percezione e consapevolezza del rischio dell'investimento, grazie ad un algoritmo alla base che intermedia il merito di credito e il rating. In codesto contesto però bisogna porre attenzione sia al rischio che alla responsabilità, che rappresentano infatti due macroargomenti importanti.

I servizi finanziari evolvono e le nuove normative, come PSD2, introducono un nuovo modo di fare banca, più semplice e accessibile. È proprio qui che l'Open Banking si allarga verso il concetto più olistico di Open Finance, espressione coniata dall'Osservatorio Fintech & Insurtech. Nell'ottica di Open Finance i servizi finanziari sono trattati indipendentemente dall'attore che li sta proponendo. Non solo banche e attori tradizionali, dunque, ma specialmente startup, bigtech, automotive, retail e chiunque si proponga nel mondo finanziario. Infatti, uno dei principali fini della PSD2, è proprio di quello di facilitare e incentivare la competizione nel settore finanziario.

«L'Open Banking è il nuovo paradigma secondo cui le informazioni e le transazioni finanziarie devono poter essere fruite dai clienti liberamente senza i vincoli che ad oggi

⁷⁴ Progetto Fintech: <<digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria>>, reperibile nel sito: https://www.ascosim.it/Ascospim_doc/Ascospim_20180925_ConvegnoMilano_PaolaSoccorso.pdf.

sussistono. Un paradigma che sta cambiando le logiche competitive tra banche e società finanziarie-assicurative, ma che riguarda un po' tutti noi, nel modo di gestire i risparmi, i mutui o prestiti, e spendere i soldi nella vita di tutti i giorni. L'Open Finance è l'innovazione aperta applicata al settore finanziario e assicurativo, che ha l'obiettivo di catturare tutte le opportunità di business derivanti dal ricorso a risorse (idee, competenze, dati, ecc.) esterne all'azienda. È un concetto olistico, che parte dall'idea di Open Banking, e da questa si evolve per abbracciare e includere anche attori meno tradizionali. Le opportunità che le tecnologie digitali possono offrire sono veramente importanti e questo farà selezione da qui a cinque anni. Tra cinque anni vedremo un panorama bancario, finanziario e assicurativo molto diverso da quello che oggi stiamo vivendo e uno degli elementi più dirompenti sarà certamente rappresentato dalla tecnologia digitale⁷⁵».

Statisticamente parlando, i numeri del Fintech, in base anche all'osservatorio Fintech ed Insurtech, registrano 564 imprese attive nel Fintech e Insurtech, di cui la maggior parte basate nel Nord Italia. 2/3 delle società Fintech hanno sede in Lombardia, area di Milano, impegnando un totale di oltre 1700 addetti.

Inoltre, è stata registrata una raccolta di 2 miliardi di euro: dato rilevante, ma che evidenzia una non piena attrattività delle nostre startup al di fuori dei confini nazionali⁷⁶. A livello mondiale invece rispetto al 2017⁷⁷, sempre per quanto riguarda l'innovazione tecnologica applicata alla finanza, in Cina si registra un incremento del 233%, in India del 184% ed infine in Australia del 227%.

Nel seguente grafico possiamo visionare meglio i numeri delle startup fintech attive in Italia negli ultimi tempi⁷⁸, susseguito da uno schema sintetico sulla geografia mondiale del funding raccolto dalle fintech (Q3, 2021)⁷⁹.

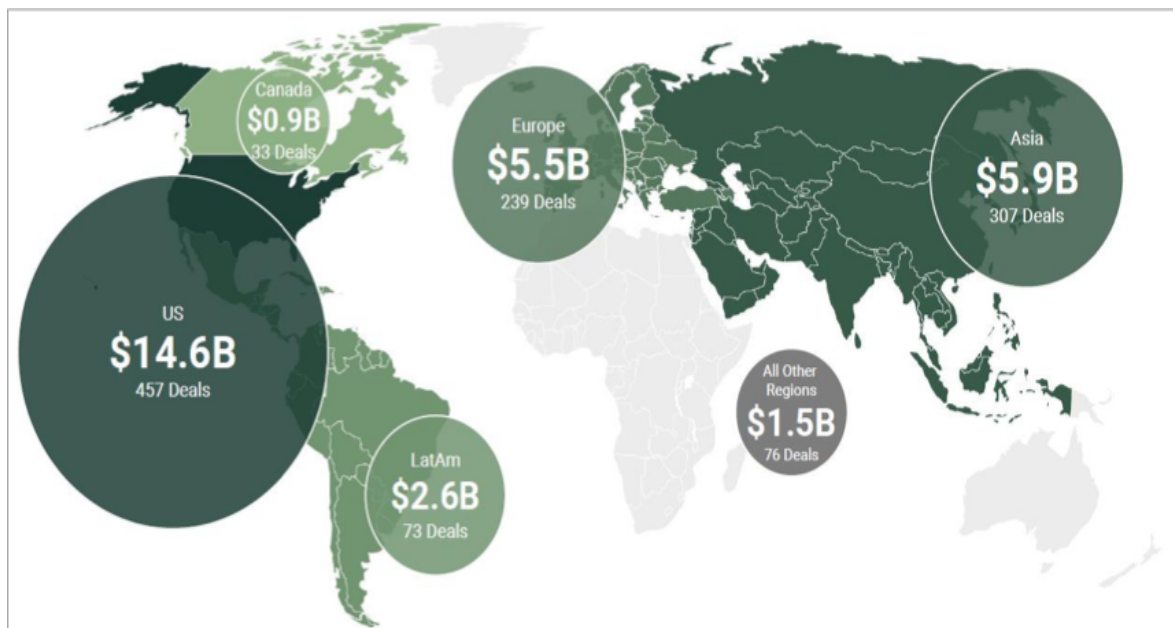
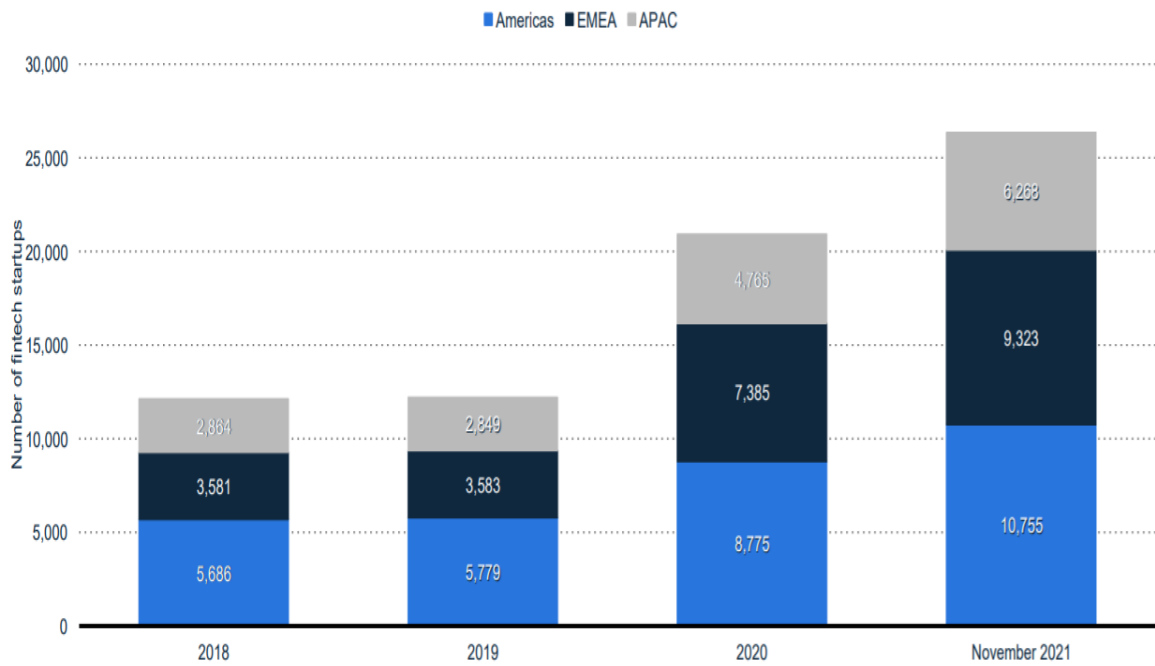
⁷⁵ Giorgino M., "Fintech e servizi finanziari" - Responsabile Scientifico Osservatorio Fintech & Insurtech (Politecnico di Milano), reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/fintech-significato.

⁷⁶ Indagine Politecnico di Milano dicembre 2021 "Le aziende fintech sono aumentate, da 278 nel 2020 a 301 nel 2021", reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2021/2021-FINTECH-INDAGINE.pdf>.

⁷⁷ Osservatorio FinTech PwC 2021, "Analisi delle startup fintech mondiali", reperibile nel sito: <https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech.html>.

⁷⁸ Statista, grafico "Startup fintech attive in Italia", 2021.

⁷⁹ CB Insights, grafico "Geografia mondiale del funding raccolto dalle fintech", 2021.



«Il fenomeno Fintech investe anche l'Italia, un Paese storicamente ancorato a importanti pilastri come il risparmio delle famiglie, il credito bancario e le piccole e medie imprese. Alcune peculiarità dei servizi Fintech e Insurtech sono state decisive in momenti delicati vissuti durante l'emergenza sanitaria e il conseguente lockdown. Negli ultimi due anni il numero dei consumatori italiani che ha interagito con la propria banca tramite canali digitali è a dir poco lievitato.

Il digitale sta iniziando dunque a investire le abitudini dei consumatori e delle imprese italiane anche in ambito finanziario e assicurativo. Cresce inoltre il numero delle startup Fintech italiane, ancora poco capitalizzate ma già molto attive e operative⁸⁰».

Le startup, come già anticipato, sono il vero motore di questa rivoluzione digitale del DNA nel mondo Finance. Si tratta di aziende innovative che, offrendo servizi nuovi e specifici, svolgono un ruolo più che centrale nella digitalizzazione del mercato finanziario. Nel nostro Paese, come anticipato precedentemente anche, tali realtà sono in crescita ma attraggono ancora pochi capitali.

Dal punto di vista del quadro regolatorio Fintech, il Financial Stability Board ha sempre parlato di un approccio che sia comune per tutta l'Europa, in cui all'inizio vi sia una fase di esplorazione del fenomeno seguito poi dall'individuazione della fattispecie ed infine dalle disposizioni di regole ben definite. Si ragiona da un punto di vista più legislativo sul Fintech grazie al Save ma anche all'IOSCO (International Organization of Securities Commissions, l'organizzazione internazionale delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari) che ha individuato ben otto macro-aree differenti per quanto concerne il fintech.

1)Pagamenti: gestione elettronica dei pagamenti, inclusi i pagamenti via mobile, trasferimenti di denaro transfrontalieri, e tutte le tecnologie che rendono più economica e sicura la circolazione dematerializzata del denaro rispetto al suo trasferimento fisico;

2)assicurazioni (cd. Insurtech): le principali applicazioni riguardano l'utilizzo di analisi predittive per migliorare la capacità delle compagnie di strutturare prodotti ritagliati sulle esigenze dei clienti;

3)pianificazione finanziaria: tecnologie che semplificano le modalità di pianificazione, l'elaborazione di scenari e dati in genere, per programmare i piani di investimento a lunga scadenza, in particolare di tipo pensionistico;

4) crowdfunding: insieme diversificato di piattaforme on-line che facilitano lo scambio fra soggetti in surplus finanziario e soggetti in deficit;

- ▶ Forme più comuni: prestiti fra privati (peer-to-peer lending) e il finanziamento di progetti imprenditoriali (reward crowdfunding, equity crowdfunding, debt crowdfunding, real estate crowdfunding). L'ultima evoluzione della "raccolta on-line", l'initial coin offering (ICO), che sfrutta i vantaggi della tecnologia blockchain

⁸⁰ Renga F., "Fintech e servizi finanziari" - Direttore Osservatorio Fintech & Insurtech (Politecnico di Milano), cit. pag. 56.

per minimizzare i costi di intermediazione e raccogliere capitale in cambio di "contratti" che possono prevedere le più svariate prestazioni;

5) investimenti e trading: tecnologie che supportano operatori tradizionali nell'automatizzazione dei processi decisionali di negoziazione sul mercato secondario (high frequency trading) o nella elaborazione di raccomandazioni di investimento personalizzate (roboadvisory) e, dall'altra, quei social network "tematici" in cui le relazioni ruotano sostanzialmente intorno alle proprie scelte di portafoglio (cd. piattaforme di social trading).

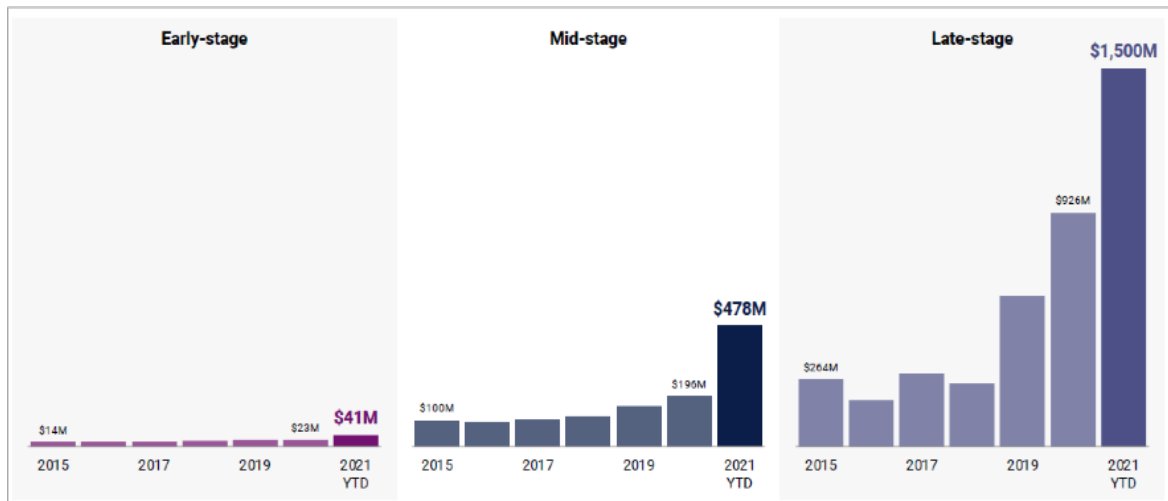
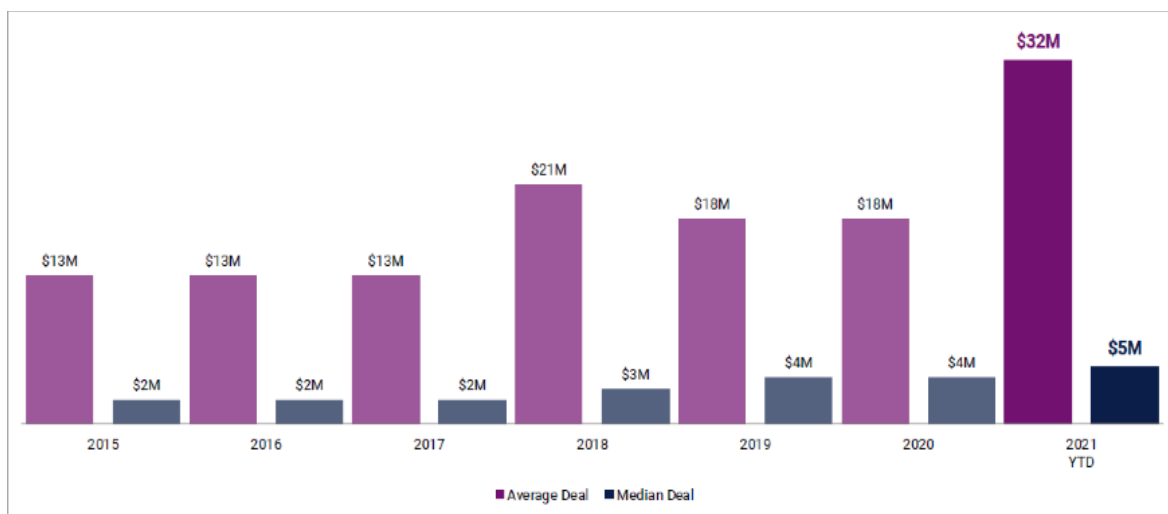
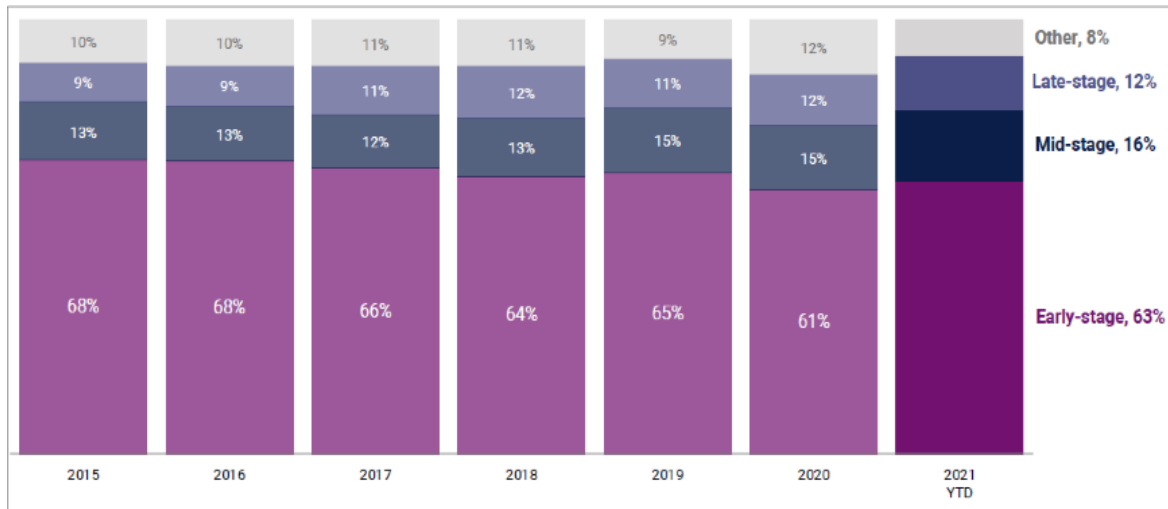
6) blockchain (o Distributed Ledger Technologies - DLT): la "catena a blocchi", che rappresenta l'aspetto più dirompente, è un registro dematerializzato di transazioni che vengono archiviate a intervalli temporali prefissati che costituiscono i blocchi o anelli di una catena di negoziazioni. Il registro viene condiviso da tutti coloro che operano all'interno di una data "rete distribuita" (distributed ledger) di PC, le transazioni vengono regolate in pochi minuti e i relativi dati vengono salvati per garantirne la tracciabilità. I contratti vengono eseguiti attraverso un sistema, token e smart contracts. La blockchain è utilizzabile in tutti gli ambiti in cui è necessario registrare e archiviare elementi di interazione tra più persone o gruppi. L'applicabilità di tale fenomeno si verifica con lo scambio di titoli sui mercati e con la gestione dei pubblici registri; strumento alternativo al seggio elettorale (cd. ballotchain),

7) ricerca e analisi delle informazioni: strumenti che consentono la visualizzazione e l'analisi di enormi quantità di dati (cd. Big Data) per orientare i processi di sviluppo e commercializzazione di prodotti e servizi verso esigenze e caratteristiche misurate da sistemi di informazione.

8) sicurezza: operazioni (creazione dell'identità digitale, autenticazione, gestione delle frodi, crittografia) che consentono la certezza e la sicurezza delle azioni svolte attraverso la rete.

Sulla base di quanto detto, di seguito è possibile osservare alcuni grafici relativi agli investimenti e ciclo di vita delle fintech, alla dimensione media degli investimenti nelle fintech e alla crescita delle valutazioni delle fintech (mediana)⁸¹.

⁸¹ CB Insights, grafico "Dimensione investimenti fintech e crescita delle valutazioni fintech (mediana)", 2021.



Prima di concludere tale capitolo, credo che sia necessario collegarci al principio cardine di questa tesi, ossia il Risparmio. Sulla base di ciò, la cornice normativa del fenomeno del fintech è rappresentata dalla PSD2 (Payment services directive 2) de GDPR, ossia direttive europee sui servizi di pagamento elettronici e protezione dei dati personali. La gestione dei risparmi dalle banche gli operatori postali, nell'epoca del fintech comincia ad essere

assegnata ai Robot Advisor coadiuvati dall'esplosione di qualche anno fa delle piattaforme super automatizzate.

«A chi affidarsi per la gestione dei propri risparmi? È questa una delle domande che accomuna moltissimi italiani. Oggi, le risposte a questo dubbio arrivano dai numeri: gli utenti internet del nostro Paese scelgono principalmente le banche e gli operatori postali. Tuttavia, nonostante questi due enti siano ad oggi imprescindibili per la quasi totalità delle persone, per quanto riguarda la gestione dei risparmi, stiamo assistendo ai primi segnali di un possibile cambiamento.

C'è chi inizia infatti a prendere in considerazione le startup Fintech, ma anche associazioni di categoria, produttori di smartphone, operatori di telefonia, siti di eCommerce, catene di supermercati e aziende internet, in molti casi affiancando uno di questi attori a uno dei due player principali, quindi la banca o l'operatore postale.

Nel mondo della gestione dei risparmi, il ruolo dei Robo Advisor sta cambiando.

Con Robo Advisor si intendono le piattaforme digitali capaci di offrire servizi di consulenza in materia di investimento in maniera automatizzata, senza alcun intervento umano, coerentemente con le caratteristiche e gli obiettivi dell'investitore. Il livello avanzato di sofisticazione degli algoritmi consente un processo di digitalizzazione del servizio di consulenza pervasivo e completo su tutte le attività della Value Chain.

A differenza della precedente configurazione, la tecnologia dietro alle piattaforme Robo Advisor permette di classificare e filtrare un paniere di prodotti dell'(intero) universo investibile, riconoscendo e selezionando la migliore soluzione di investimento per il singolo investitore, coerentemente con il suo profilo.

La componente umana, nel processo di erogazione del servizio di consulenza, risulta essere (quasi) assente: il suo ruolo si limita al semplice monitoraggio e controllo dell'intero processo. Detto di cos'è il Robo Advisor, è bene identificare anche quelle soluzioni che talvolta sono erroneamente incluse in questa categoria. La presenza di automazione nel processo di investimento, infatti, non è sempre sinonimo di Robo Advisor e, in determinati, contesti assume un significato più specialistico.

Per decrescente rilievo di automazione troviamo:

- *Human4Robo Advisor*
- *Robo4Human Advisor*

- *Robo4Strategy Advisor*
- *Online Advisor*

Con Human4Robo Advisor si intendono le piattaforme digitali di Asset Management in cui un algoritmo lavora e gestisce il portafoglio di investimento del cliente selezionando i prodotti migliori da un paniere precedentemente definito e configurato da uno o più advisor umani. Tale configurazione è il primo esempio di piattaforme robo-based: il processo di digitalizzazione e automazione copre diverse fasi della Value Chain. Gli algoritmi gestiscono la configurazione strategica, il ribilanciamento e la gestione post-vendita del cliente. Il ruolo della figura umana si limita esclusivamente alla classificazione e definizione dell'universo investibile.

Con Robo4Human Advisor si intendono le piattaforme digitali di Asset Management in cui le fasi di “customer profilization” fino all'individuazione e modellizzazione della configurazione strategica di portafoglio avvengono in maniera automatizzata. In questa configurazione, alla tecnologia digitale è affidata la fase strategica di identificazione del profilo cliente fino alla definizione dell'assetto iniziale del portafoglio, mentre alla figura umana è affidato il compito di curare il portafoglio e controllare il livello delle performances.

Con Robo4Strategy Advisor si intendono le piattaforme digitali di Asset Management gestite da consulenti umani, i quali si avvalgono di algoritmi e tecnologie (ad esempio AI) per la “customer profilization” e la conseguente individualizzazione dell'allocazione strategica migliore per le diverse asset class. La fase di customer profilization avviene generalmente con un questionario a risposta multipla, il cui responso permetterà all'algoritmo di capire gli obiettivi dell'investitore. Queste informazioni vengono elaborate al fine di individuare le asset class in maniera automatica. L'algoritmo a questo livello non è tuttavia capace di selezionare i singoli prodotti: tale attività è svolta da una figura umana. Con Online Advisor si intendono le piattaforme online in cui un consulente umano utilizza strumenti, analisi e informazioni in real time per guidare e supportare gli utenti nel loro processo di investimento. Il processo di digitalizzazione riguarda per lo più il solo canale di fruizione

del servizio di Asset Management. Spesso, ma non sempre, le decisioni di investimento sono a carico dell'utente ⁸²».

3.2.1. (segue): Rischi informatici e il valore irrinunciabile delle competenze umane. La truffa della criptovaluta di Squid Game

Come già ribadito nel paragrafo precedente relativo al Fintech, siamo passati da un sistema banco-centrico che tramonta ad uno incentrato sulla disintermediazione dove è la tecnologia che media, non più gli operatori fisici rappresentati da persone. Questo passaggio è stato causato dal fatto che le banche non guadagnassero più come prima, ad esempio oggi il denaro costa molto di meno rispetto quanto costava trent'anni fa con tassi di interesse che arrivavano anche al 12% completamente differenti da quelli odierni che si aggirano tra lo 0,1 e 0,2%.

Inoltre tra le altre cause vanno citati anche fenomeni come i problemi di concentrazione che portano ad una scomparsa definitiva di alcune filiali causando conseguenzialmente così investimenti che vanno verso l'innovazione finanziaria anche tramite la presenza di strumenti che concedono innanzitutto una produttività maggiore e che per di più in Italia si stanno diffondendo sempre di più, come ad esempio le cosiddette banche-assicurazioni che rappresentano uno degli elementi essenziali del fenomeno dell'Insurtech. Un' ulteriore causa è dovuta alla dipendenza delle piccole medie imprese dalle banche che tradizionalmente parlando, mancano di personale fisico qualificato per il Fintech, esigendo così di un vero e proprio reskilling di tutti gli attori. In codesto contesto si inserisce anche il fenomeno dello Shadow banking che riduce innanzitutto i costi per le banche, rappresentando un sistema che opera al di fuori del sistema bancario, tramite la cartolarizzazione e anche la ricartolarizzazione con l'utilizzo di contratti cartolarizzati che sono strumenti negativi, adottati specialmente negli Stati Uniti d'America. Quest'ultimo fenomeno è necessario sapere che si risolve grazie al Dodd Frank Act che aumenta la redditività delle banche. Alla fine, quindi lo possiamo definire come un fenomeno opaco che quindi è caratterizzato da poche regole.

Quasi metà dei lavori svolti attualmente nel mondo entro qualche anno saranno eseguiti in tutto o in parte da macchine. Milioni di posti andranno persi, altri milioni invece se ne creeranno, ma è altamente probabile che quelli nuovi saranno più qualificati, mentre quelli andati persi saranno per lo più impieghi a bassa qualificazione. Non solo questo: esisteranno (e già esistono) professioni che ancora non conosciamo bene o che non siamo in grado

⁸² Robo Advisor: cosa sono e che ruolo svolgono nel Fintech, reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/robo-advisor-cosa-sono?hsLang=it-it.

nemmeno di concepire. Per tale ragione sarà sempre più importante lavorare per formare, coltivare e aggiornare costantemente le competenze digitali, o digital skills. Il termine si riferiva inizialmente alla capacità di saper utilizzare con dimestichezza e anche spirito critico le tecnologie della società dell'informazione, ma con la crescente affermazione della trasformazione digitale ha acquisito un significato più ampio e articolato. Le competenze digitali rappresentano un vasto insieme di abilità tecnologiche che consentono di individuare, valutare, utilizzare, condividere e creare contenuti utilizzando le tecnologie informatiche e Internet. Possono spaziare dalle competenze di base come l'uso del computer a quelle più specifiche ed evolute come la creazione di codice o lo sviluppo di sistemi software per l'intelligenza artificiale. Essendo il mondo della tecnologia in costante evoluzione, anche le competenze digitali cambiano continuamente e sono destinate a mutare con rapidità negli anni.

“Digital skills non significa solo competenze tecniche, anzi – sottolinea Laura Cavallaro, Partners di P4i, società del Gruppo Digital360 che si occupa di Innovazione e Trasformazione Digitale. “Digital Skill significa sempre più comprendere la complessità dell'ambiente in cui lavoriamo, gestire con flessibilità le sfide di un contesto in continuo cambiamento e saper sfruttare il digitale come leva per supportare il business. La capacità di innovare, di pensare al di fuori degli schemi, inoltre, sono skills necessarie per guidare il cambiamento imposto dal digitale”

Appena qualche anno fa, con l'esplosione di *queste piattaforme super automatizzate*⁸³, il compito umano sembrava aver perso ogni significato. A distanza di qualche anno, le cose hanno preso una piega diversa. E ci dicono che forse certe considerazioni fatte in passato avevano trascurato alcuni elementi fondamentali delle relazioni investitore-operatore e il valore irrinunciabile delle competenze umane.

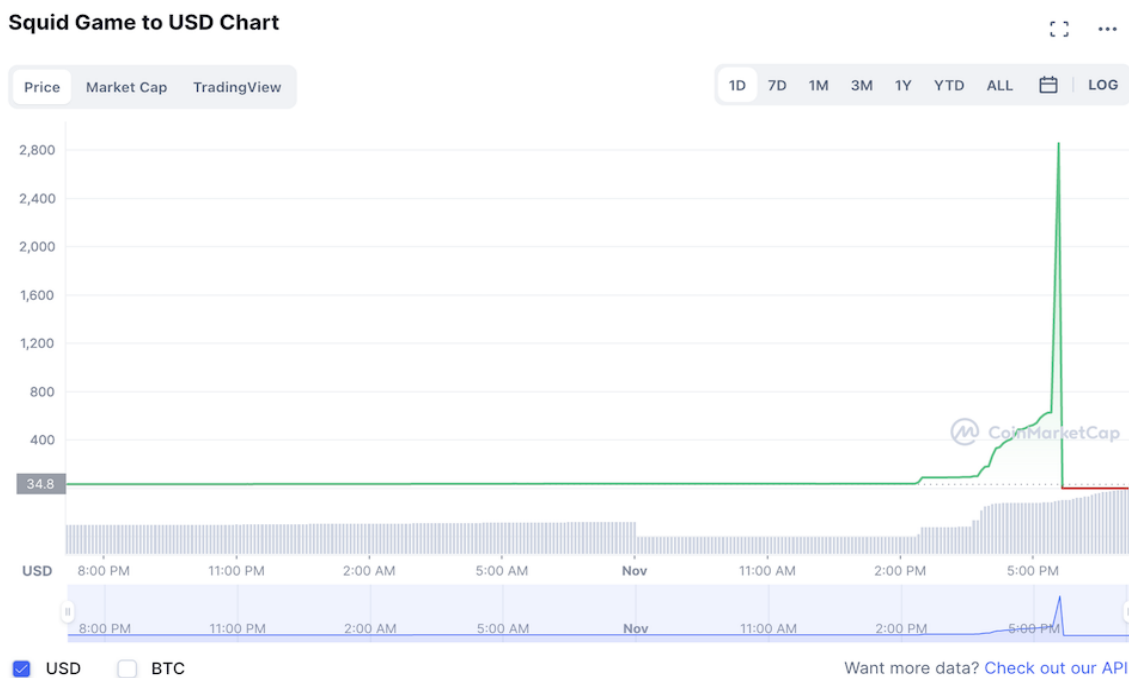
Ecco che così diviene inevitabile il riferimento alla truffa della criptovaluta di “Squid Game” che non avere nulla a che fare con Netflix e la serie, ed è arrivata a valere quasi 3mila dollari: poi probabilmente i creatori sono scappati con il malloppo.

«Negli ultimi giorni la neonata criptovaluta SQUID, basata sulla serie sudcoreana Squid Game (che secondo Netflix ha avuto più di 100 milioni di spettatori), ha visto il suo valore aumentare del 230mila per cento ed è arrivata a valere poco meno di 3mila dollari. Per poi perdere in pochi minuti tutto quel valore, fruttando guadagni per almeno tre milioni di dollari ai suoi creatori, senza che chi l'aveva comprata potesse venderla e ricavarci qualcosa.

⁸³ Cos'è il Fintech, reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/robo-advisor-cosa-sono?hsLang=it-it.

La criptovaluta SQUID era, in breve, una truffa. Non aveva nessun legame ufficiale con la serie Netflix, ma ne cavalcava la fama per farsi notare in mezzo alle altre (in questo senso, quindi, è considerata un “memecoin”) ed era supportata da una struttura dubbia e poco professionale, presentata in modo per nulla attendibile. Ma ciononostante molte persone avevano deciso di investirci dei soldi, finendo alla fine per essere truffate in quello che nel mondo delle criptovalute è noto come “rug pull”: cioè il ritiro improvviso di una criptovaluta dal mercato (un concetto che deriva dall’espressione inglese equivalente a “togliere la terra da sotto i piedi”), e di tutti i soldi collegati.

SQUID era stata creata il 26 ottobre e più o meno a cavallo tra il 31 ottobre e l’1 novembre era repentinamente arrivata al valore massimo di 2.861 dollari per unità, venendo nel frattempo raccontata – a volte accompagnata da legittimi dubbi, altre volte no – da diversi siti, prima di settore, poi anche generalisti (per esempio BBC). Come e con quanta velocità SQUID abbia poi perso tutto il suo valore lo mostra bene il relativo grafico⁸⁴.



Come ha scritto Gizmodo è successo che, in breve, chi ha creato la criptovaluta ha deciso, visto il suo valore e in virtù del numero di persone che avevano deciso di puntarci, di incassare il più in fretta possibile il corrispettivo in dollari. Bloomberg, invece, ha lasciato

⁸⁴ CoinMarketCap, grafico “Come Squid Game ha perso il suo valore”, 2021.

aperto uno spiraglio anche ad altre possibili spiegazioni (magari legate al fatto che qualcuno di esterno possa essersi intrufolato nella struttura gestionale di SQUID).

Il succo, comunque, è lo stesso: un certo numero di persone hanno speso dei soldi per acquistare una certa quantità di SQUID, sperando che sarebbe cresciuta come succede ad alcune criptovalute, e che quindi avrebbero potuto guadagnare rivendendo tutto. Ma SQUID è stata ritirata dal mercato senza preavviso, e senza che gli scommettitori potessero recuperare l'investimento iniziale.

Sia Bloomberg sia Gizmodo concordano sul fatto che la criptovaluta ispirata a Squid Game (senza nessun tipo di approvazione o collaborazione da parte di Netflix) presentasse tutti i possibili segnali di una truffa. Tra i tanti: l'impossibilità, anche mentre la criptovaluta cresceva di valore, di rivenderla così da generare profitto; un sito fatto male e con testi pieni di errori (nel frattempo sparito, ma si può vedere archiviato qui), un relativo canale Telegram che non permetteva commenti e un profilo Twitter (anche loro spariti o inattivi) che cancellava prontamente ogni commento che facesse accenno a una possibile truffa in corso.

Inoltre, erano ignoti i fondatori e gli sviluppatori della criptovaluta, e nemmeno erano presenti – come succede altre volte – pseudonimi magari conosciuti nell'ambiente. Anche il “white paper”, il documento con le più importanti informazioni tecniche sulla criptovaluta (che ogni investitore coscienzioso dovrebbe leggere) era di dubbia fattura e pieno di errori.

SQUID – che alcuni mesi fa era stata anticipata da Mando, una criptovaluta liberamente ispirata alla serie Disney Mandalorian – rappresenta nel suo piccolo tutto quello che di peggio si dice sul settore delle criptovalute, in cui per un investitore inesperto è spesso difficile differenziare tra quelle serie e basate su un progetto affidabile (che possono comunque attraversare grosse fluttuazioni, ma che rispettano se non altro una serie di regole) e una banale truffa.

Per cominciare, un consiglio da Gizmodo: «se state per comprare criptovalute, la cosa più importante da guardare non è il prezzo. Prima ancora bisogna assicurarsi che quella criptovaluta si possa rivendere dopo averla comprata. Se non si può vendere, non ha importanza quanto sale il suo prezzo». Se non può essere cambiata in altro, vale tanto quanto i soldi del Monopoli fuori dal Monopoli.

È però anche vero, quando si parla di criptovalute, che spesso si fa fatica a distinguere il serio da quello che sembra una sciocchezza, e che forse lo è, ma non è nemmeno una truffa. C'è chi, per esempio, ha fatto grandi guadagni con dogecoin, una criptovaluta nata come

memes e arrivata a valere complessivamente miliardi di dollari. E che di recente è stata superata dalla ancor più bizzarra Shiba Inu, a sua volta nata in risposta a dogecoin.

Bloomberg ha fatto notare inoltre che spesso «può essere difficile capire su cosa si sta davvero investendo». Un esempio: una ricerca per “Floki” (il nome del cane di Elon Musk) su CoinGeko offre come risultati diverse criptovalute (tra le altre: Floki Inu, Floki Mus e Shiba Floki). Succede spesso, ha scritto Bloomberg, «che progetti di criptovalute in cui persone che se ne intendono hanno investito tempo ed energie per creare tecnologie utili e con uno scopo [...] si trovino superati da criptovalute apparentemente create senza alcun impegno⁸⁵».

Già quando il prezzo della criptovaluta è salito di valore è cominciata a circolare l'ipotesi che si trattasse di una truffa: gli investitori infatti, riscontravano una certa difficoltà a rivendere i token e qualcuno faceva notare che il whitepaper della criptovaluta era pieno di errori grammaticali. Si è stimato che i creatori del gioco, approfittando dell'hype legata a Squid Game, siano riusciti a portare a casa qualcosa come 2,1 milioni di dollari. La morale di questa storia alla fine è che bisogna tenere sempre gli occhi bene aperti quando ci si imbatte in una criptocurrency legata a un popolare meme. «Un po' come succede quando a piazza Garibaldi ci si imbatte in un banchetto del gioco delle tre carte: se si vuol essere sicuri di non perdere, meglio non giocare⁸⁶».

3.3. La Regolazione Finanziaria e il suo “Paternalismo” per gli investitori di oggi

La mancanza di una norma emerge dai conflitti, creando così la modifica di regole che tutelano i principi generali specialmente in campo bancario per quanto concerne il gap che si instaura tra il contraente forte e debole. A ciò si allaccia la regolazione finanziaria che è antecedente a tutto, in quanto essa è molto tecnica ed inoltre si è evoluta in base ad una regolazione statale adattabile poi ad una europea. Infatti, a tal proposito è importante ricordare che negli ultimi tempi si sta assistendo ad una finanziarizzazione dell'economia tramite il concetto di soft Law ossia di legge priva di efficacia vincolante diretta, meglio nota come insieme di linee guida. L'adattamento a regole globali, come abbiamo potuto vedere anche nel secondo capitolo, è avvenuto con le autorità di vigilanza attraverso i famosi

⁸⁵ *La truffa della criptovaluta di “Squid Game”, reperibile nel sito: <https://www.ilpost.it/2021/11/02/squid-criptovaluta-squid-game/>.*

⁸⁶ *“Squid Game, la criptovaluta era una truffa”: i creatori scappano con 2,1 milioni, reperibile nel sito: <https://www.ilsole24ore.com/art/squid-game-criptovaluta-era-truffa-creatori-scappano-21-milioni-AE5h4Bu>.*

consensi come ad esempio Basilea o il Financial Stability Board. Tale regolazione finanziaria, grazie ad un equilibrio tra la politica e la tecnica per il mercato finanziario, va concepita in fasi evolutive ed anche normative, pensando alle diverse direttive del mercato europeo iniziali, come quella del 1977 fino ad arrivare al 1989 per la libertà di circolazione.

Un'analisi complessiva della regolazione permetterebbe anche di comprendere meglio la sostenibilità, tema di cui oggi si discute molto anche nella medesima costituzione economica, ad esempio nell'articolo 41 della costituzione dove si fa riferimento prima di tutto agli *ESG scores*⁸⁷, richiamati sempre di più anche dall'UE, e conseguenzialmente anche ad un profitto che non deve essere solo ma specialmente sociale. Come spesso ribadisce la Professoressa Mirella Pellegrini, la *fiducia e il rischio* per il mercato finanziario rappresentano temi di rilevantissima importanza. Ad esempio, ad oggi è sempre più diffuso il fenomeno dei Bitcoin, monete digitali, nelle quali a volte anche gli inesperti decidono di investire, non rendendosi conto però delle conseguenze negative che tali investimenti, privi di conoscenza, potrebbero generare. Ma questo fenomeno relativo all'assenza di una cultura finanziaria ha radici passate, basti pensare al caso del Risparmio Tradito che ha coinvolto importanti aziende, come la *Cirio e la Parmalat*⁸⁸ che emettevano titoli per risparmiatori, che possedevano poca cultura, economicamente parlando, permettendo in tal modo la vendita superficiale di titoli da parte delle banche ad investitori inconsapevoli, creando così delle azioni di classe ossia azioni plurisoggettive. Con i defaults si riaccende il dibattito sugli assetti della regolamentazione del mercato mobiliare e finanziario. Il dibattito prosegue tra fasi alterne sino al dicembre 2005, con l'approvazione della legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari".

La legge si presenta come un provvedimento sfaccettato, nel quale vengono a confluire istanze diverse: alcune disposizioni sono chiaramente identificabili come un segno di "risposta" agli scandali finanziari; altre norme si sono poi aggiunte, nel corso dell'*iter* preparatorio della legge, al fine di adeguare la disciplina interna al diritto comunitario. Altre disposizioni, infine, rappresentano interventi di puro coordinamento o inserite nel corpo originario per finalità più contingenti.

Ecco che così entra in gioco la questione di quest'ultimo paragrafo di tale tesi, ossia quella relativa al Paternalismo della regolazione per gli investitori, in cui risalta sempre di più il rapporto tra lo Stato e l'investitore. Ecco che così il nostro Paese, in conformità alle

⁸⁷ "ESG scores", reperibile nel sito: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-call-evidence-esg-ratings>.

⁸⁸ Capriglione F., "Manuale di diritto bancario e finanziario", cit. pag. 54.

indicazioni comunitarie, ha scelto di non introdurre limiti oggettivi ed assoluti alla tipologia degli investimenti da riservare ad operatori qualificati, ovvero da precludere ad investitori meno esperti. L'obiettivo è: non limitare le opportunità e l'autodeterminazione di gran parte di potenziali investitori. Nel caso in cui il cliente sia un investitore non professionale è prevista una disciplina (di dettaglio) orientata a fornire presidi a tutela degli investitori (conflitti d'interesse, obblighi informativi e valutazione dell'adeguatezza delle operazioni poste in essere). A fronte della descritta realtà hanno fatto eco, da un lato, la crescita di rischi non trascurabili (che accentuano il pericolo di una turbolenza dei mercati) e di controversie nei rapporti con la clientela (per il sempre più frequente abbandono delle regole di correttezza da parte degli intermediari finanziari), dall'altro, una maggiore sensibilità alle esigenze di protezione degli investitori, insieme alla riformulazione dei parametri relativi alla disciplina della corporate governance⁸⁹ (fondamentale per i suoi riflessi sulla qualità dell'informativa aziendale).

«Il recupero di un più pregnante ruolo delle autorità e della regolamentazione pubblica è stato poi completato dalle novelle successivamente introdotte al testo unico della finanza e, in particolare, dal d.lgs. 164/2007 di recepimento della prima direttiva Mifid (2004/39/CE), che, tra l'altro, ha attribuito alla Consob il potere di individuare in via preventiva i criteri generali ai quali i regolamenti dei mercati devono adeguarsi (cfr. art. 62, commi 1-ter del tuf.), in buona sostanza introducendo quella subordinazione del potere regolamentare privato a un potere regolamentare pubblico, che era stata esclusa nei lavori preparatori al testo unico. Più in generale, con il recepimento della direttiva prima direttiva

MIFID, si sono realizzati: il superamento della distinzione tra mercati regolamentati e non regolamentati, con la razionalizzazione della regolamentazione delle possibili piattaforme di negoziazione, individuate in: mercati regolamentati, MTF (Multilateral Trading Facilities) e internalizzatori sistematici, le prime due operanti su base multilaterale e la terza su base bilaterale, tutte sottoposte a specifici regimi di autorizzazione e controllo;

- l'estensione del novero dei soggetti che possono accedere direttamente ai mercati regolamentati;

- l'abolizione dell'obbligo di concentrazione degli scambi, da ritenersi incompatibile con la promozione di un'effettiva concorrenza tra diverse sedi di negoziazione, e predisposizione di una serie di rimedi (obblighi di trasparenza pre e post trading, rafforzamento dell'obbligo

⁸⁹ Capriglione F., "Manuale di diritto bancario e finanziario", cit. pag. 72.

di best execution, introduzione di apposite regole di gestione degli ordini dei clienti) volti ad evitare che dalla frammentazione degli scambi tra più sedi di negoziazione originino conseguenze negative sui processi di "price discover"

- l'ampliamento della libertà di scelta della sede di clearing e di settlement delle operazioni finanziarie. La prima direttiva vita, e provvedimenti attuativi di secondo livello alla stessa collegati, non hanno costituito comunque il definitivo punto di approdo della disciplina in tema di servizi d'investimento e mercati essendo stati di recente sostituiti dalla direttiva 2014/65/UE (c.d. MIFID II) e dal Regolamento 600/2014 (c.d. MIFIR), entrambi del 15 maggio 2014, la cui applicazione è prevista tuttavia a decorrere dal 3 gennaio 2017 (laddove la direttiva necessita comunque di un provvedimento di recepimento all'interno dell'ordinamento nazionale da assumersi entro il 31 luglio 2016). Con specifico riferimento al tema dei mercati, le principali novità (che dovranno essere recepite nel termine suddetto) riguardano:

- la tipizzazione di una nuova sede di negoziazione denominata Sistemi Organizzati di Negoziazione (OTF - Organized Trading Facilities), limitata agli strumenti finanziari diversi dalle azioni, operante su base multilaterale, la cui principale differenza con i mercati regolamentati e i MTF risiede nel fatto che mentre questi trattano qualsivoglia tipologia di strumenti finanziari e operano su base "non discrezionale" per l'interazione degli interessi di acquisto e vendita, gli OTF hanno un perimetro limitato agli strumenti finanziari non azionari e possono adottare regole anche discrezionali, con particolare riguardo: a) all'immissione dell'ordine nel sistema di negoziazione e alla sua cancellazione; b) all'abbinamento di un ordine con gli altri disponibili nel sistema, purchè ciò sia conforme alle istruzioni ricevute dal cliente e non violi gli obblighi di best execution;

- la modifica della nozione di internalizzatore sistematico, con l'aggiunta, ai requisiti di "organizzazione, frequenza e sistematicità" che devono caratterizzare dell'attività (di negoziazione) svolta su base bilaterale del requisito quella "sostanzialità", da misurarsi con riferimento alle dimensioni delle negoziazioni OTC eseguite dal soggetto in relazione sia al totale delle negoziazioni dallo stesso svolte, sia al totale delle negoziazioni nella UE, nello strumento finanziario specifico; la verifica della concorrenza dei requisiti non è peraltro necessaria quando l'intermediario scelga di optare per il regime di internalizzazione sistematica (c.d. opt-in)⁹⁰».

⁹⁰ Sepe M., *I mercati di strumenti finanziari, "Le direttive MiFID 1 e MiFID 2", "Corso di diritto pubblico dell'economia"* cit. pag. 42.

In relazione alle prime due direttive MiFID, va detto che la Commissione Europea ha avviato una consultazione in aprile 2020 volta a valutare il funzionamento del regime di MiFID II nell'ambito delle iniziative previste per l'Unione dei Mercati di Capitale dall'Agenda per la finanza digitale e per la finanza sostenibile, volgendo così uno sguardo ad una futura MiFID III⁹¹.

Nell'ambito sempre del regolamento finanziario e anche delle diverse direttive europee, va tenuto bene in mente che l'art. 169 del TFUE dispone che «al fine di promuovere gli interessi dei consumatori ed assicurare un livello elevato di protezione dei consumatori, l'Unione contribuisce a tutelare la salute, la sicurezza e gli interessi economici dei consumatori nonché a promuovere il loro diritto all'informazione, all'educazione e all'organizzazione per la salvaguardia dei propri interessi». La tutela dei consumatori rappresenta, inoltre, *elemento essenziale delle politiche dell'Unione*⁹²: l'art. 12 del TFUE, infatti, stabilisce che «nella formulazione e nell'attuazione di altre politiche o attività dell'Unione sono prese in considerazione le esigenze inerenti alla protezione dei consumatori»; mentre l'art. 38 della Carta dei diritti fondamentali dispone che nelle politiche dell'Unione «è garantito un livello elevato di protezione dei consumatori». Al raggiungimento degli obiettivi indicati dal trattato, l'Unione contribuisce, in base all'art. 169, mediante: a) misure adottate a norma dell'articolo 114 nel quadro della realizzazione del mercato interno; b) misure di sostegno, di integrazione e di controllo della politica svolta dagli Stati membri». Lo stesso articolo, infine, stabilisce che le misure adottate dall'Unione «non impediscono ai singoli Stati membri di mantenere o di introdurre misure di protezione più rigorose», purché compatibili con i trattati. Su queste basi, sono state adottate molte direttive relative alla protezione degli interessi economici dei consumatori, alla tutela della loro salute e sicurezza, agli strumenti necessari per l'esercizio dei loro diritti, che sono state, quindi, recepite nell'ordinamento interno. Il diritto dell'Unione europea, inoltre, ha posto le premesse per l'adozione anche in Italia di una prima disciplina generale a tutela dei diritti del consumatore.

Per quanto concerne gli interessi economici dei consumatori, possiamo assistere alla presenza di normative relative al commercio Elettronico come la direttiva n. 31/2000 dell'8 giugno 2000, attuata con decreto legislativo 9 aprile 2003, 7: 70, per i pagamenti elettronici e transfrontalieri (regolamenton.924/2009, del16settembre2009), mentre alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori è stata applicata la direttiva 1. 29/2005, dell'11

⁹¹ Capriglione F., “Manuale di diritto bancario e finanziario”, cit. pag. 73.

⁹² Cassese S., “La tutela dei consumatori”, “La nuova costituzione economica”, cit. pag. 40.

maggio 2005, la cui normativa di recepimento confluita nel codice del consumo, adottato con decreto legislativo del 6 settembre 2005, n. 206, più volte modificato. In materia di pubblicità, va sottolineata l'importanza della direttiva n.114/2006, del 12 dicembre 2006, concernente la pubblicità ingannevole e comparativa. Inoltre, tale direttiva consolida la direttiva 1. 450/1984, del 10 settembre 1984, e le sue modifiche successive.

Va ricordato che la disciplina mira a tutelare il consumatore e le persone che esercitano un'attività commerciale, industriale, artigianale e professionale, nonché gli interessi del pubblico in generale, dalla pubblicità ingannevole e dalle sue conseguenze sleali. Rifacendosi al concetto di pubblicità ingannevole, si intende la pubblicità che induce in errore o che può indurre in errore le persone alle quali è rivolta o che essa raggiunge e che, dato il suo carattere ingannevole, può pregiudicare il comportamento economico di dette persone e lede o può ledere un concorrente. Invece la pubblicità comparativa corrisponde alla pubblicità che identifica un concorrente o beni o servizi offerti da un concorrente: essa è considerata lecita quando non è ingannevole, quando permette il confronto in maniera obiettiva tra caratteristiche essenziali di beni o servizi equivalenti, quando non genera confusioni, ed infine nel momento in cui non si appropria dei pregi del concorrente o dei suoi prodotti.

«La normativa nazionale di attuazione, posta dal decreto legislativo 2 agosto 2007, n. 145, definisce accuratamente la pubblicità permessa e quella vietata. In particolare, dispone che la pubblicità deve essere chiaramente riconoscibile come tale; che i termini «garanzia», «garantito» e simili possono essere usati solo se accompagnati dalla precisazione del contenuto e delle modalità della garanzia offerta; che la pubblicità subliminale è vietata; che è vietata la pubblicità che, riguardando prodotti suscettibili di porre in pericolo la salute e la sicurezza dei consumatori, ometta di darne notizia; che è vietata la pubblicità che, in quanto suscettibile di raggiungere bambini ed adolescenti, possa minacciare la loro sicurezza o abusi della loro naturale credulità o mancanza di esperienza o che, impiegando bambini o adolescenti in messaggi pubblicitari, abusi dei naturali sentimenti degli adulti per i più giovani.

Le attribuzioni in materia di tutela della pubblicità ingannevole sono esercitate dall'Autorità garante della concorrenza e del mercato. Questa può inibire gli atti di pubblicità ingannevoli, ordinare che ne vengano eliminati gli effetti, sospendere provvisoriamente tale pubblicità, vietarla. L' Autorità procede in forma semi contenziosa. Una volta ricevuta la denuncia di consumatori o imprese concorrenti, essa deve comunicare l'apertura

dell'istruttoria all'operatore pubblicitario; può disporre che l'operatore fornisca prove sui fatti, richiede il parere dell'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni se il messaggio pubblicitario è stato o deve essere diffuso attraverso la stampa periodica o quotidiana, ovvero per via radiofonica o televisiva. L'Autorità può intervenire nei confronti dell'operatore pubblicitario che non abbia ottemperato alla pronuncia adottata nei suoi confronti, irrogando sanzioni pecuniarie e, nel caso di reiterata inottemperanza, disponendo la sospensione dell'attività dell'impresa per un periodo non superiore a trenta giorni. I ricorsi contro le decisioni dell'Autorità rientrano, secondo la norma, nella giurisdizione esclusiva del giudice amministrativo. Numerose direttive stabiliscono, poi, obblighi di informazione in favore dei consumatori. Queste disciplinano, infatti, in relazione a determinati prodotti e servizi, i contenuti informativi delle etichette e della eventuale documentazione che deve essere fornita al consumatore, nonché le modalità di indicazione dei prezzi⁹³».

Da tempo sia in Italia, sia a livello comunitario, esiste un'articolata disciplina del mercato finanziario che investe quasi tutti i profili rilevanti: intermediari, mercati, emittenti, strumenti e prodotti finanziari.

In Italia, la parte preponderante di tale disciplina è formulata, a livello legislativo, dal D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF, Testo Unico della Finanza): amplissimo è però il rinvio alle fonti regolamentari.

Va ricordato inoltre con particolare attenzione, che la gran parte dei testi normativi, se non la quasi totalità, è di origine comunitaria, se non addirittura riconducibili a fonti europee direttamente applicabili negli Stati membri. La centralizzazione della produzione, e dell'applicazione, del diritto del mercato finanziario è in UE.

A livello interno, il Testo Unico del 1998, più volte modificato, non esaurisce la gamma dei testi normativi che interessano il mercato finanziario. La disciplina del TUF si affianca e si intreccia, innanzitutto, con quella delle banche e dell'attività bancaria, formulata nel Testo Unico bancario (TUB, D.Lgs. 1° settembre 1993, n. 385 e relativi provvedimenti di attuazione), anch'essa ormai travalicata dalle fonti di diritto europeo.

Altri provvedimenti "satellite", poi, arricchiscono il quadro: la disciplina dei fondi pensione, la disciplina contro il riciclaggio del denaro proveniente da attività illecite, le norme in materia di tutela dei consumatori, la disciplina antitrust, ecc. Altri settori hanno, infine, forti

⁹³ Cassese S., "Le politiche dell'Unione Europea", "La nuova costituzione economica", cit. pag. 75.

interrelazioni con la disciplina dell'intermediazione finanziaria in senso stretto, che sono andate via via intensificandosi negli ultimi tempi (a partire, essenzialmente, dalla legge n. 262/2005, vedi ora PSD2 la Direttiva (UE) 2015/2366, sui pagamenti elettronici), come tipicamente accade per il settore assicurativo, specie per quanto attiene ai cc.dd. prodotti “misti” assicurativo-finanziari, in parte attratti nella disciplina del Testo Unico.

Tutti gli acquisti/pagamenti possono essere fatti tramite dei merchant come Amazon e Facebook (ovvero i PISP – Payment Initiation Service Providers). In sostanza, con un click i clienti delle banche possono decidere a chi dare accesso alle informazioni del loro conto corrente. L'obiettivo è introdurre maggiore concorrenza sul mercato dei pagamenti. Si rivolge a tutti i fornitori di servizi di pagamento, dalle banche, alle assicurazioni, alle fintech, alle telco (telephone company), ai TPP (Third Party Providers) e, in pratica, la direttiva PSD2 chiede alle banche di concedere ai TPP un accesso sicuro ai conti dei clienti e alle informazioni sui pagamenti, allo scopo di realizzare un mercato europeo dei pagamenti più efficiente. La PSD2 è una opportunità enorme per i players non tradizionali perché apre le porte del mercato dei pagamenti anche a parti terze che offrono servizi basati sull'accesso alle informazioni del conto di pagamento e propongono servizi alternativi che sino ad oggi le banche non hanno offerto. La direttiva va a impattare in modo pesante sull'attività delle banche tradizionali: le banche dovrebbero comprendere che la PSD2 rappresenta una grande opportunità e non solo un rischio di disintermediazione; potrebbero giocare un ruolo primario nel mercato dei pagamenti, ma solo investendo in nuove soluzioni di business strettamente legate all'innovazione tecnologica e al marketing.

L'evoluzione della disciplina conferma l'esistenza di una linea di demarcazione tra attività bancarie, da un lato, attività tipicamente assicurative, dall'altro, e attività finanziarie, mobiliari diverse dall'altro lato ancora, che copre l'intero arco dello sviluppo legislativo in materia, a livello sia comunitario, sia interno.

La disciplina del mercato mobiliare, come la conosciamo oggi, è frutto di un complesso processo di produzione legislativa che prende avvio negli anni '70, con l'istituzione della CONSOB, nel 1974, e che subisce poi un rapido processo di accelerazione a partire dall'inizio degli anni '90, dovuto anche agli effetti del recepimento di numerose Direttive Comunitarie in materia. Prima di tale periodo, la disciplina dell'intermediazione e del mercato finanziario coincideva, essenzialmente, con quella dell'attività bancaria, incentrata sino all'approvazione del Testo Unico del 1993 – sulla legge bancaria degli anni '30.

Concluderei quest'ultimo paragrafo della tesi, riprendendo il concetto per cui oggi la regolazione diviene sempre più importante a livello prima di tutto europeo, perché bisogna far confluire gli ordinamenti dei diversi paesi che ne fanno parte attraverso un ulteriore affinamento della medesima regolazione che può avvenire tramite la digitalizzazione, come visto anche nelle pagine precedenti relative al Fintech.

«Nel luglio del 2014 l'attuale Presidente della Commissione europea, Jean-Claude Juncker, lanciò per la prima volta l'idea. A fine 2014 fu nominato un nuovo Commissario, Jonathan Hill, le cui responsabilità comprendono “la stabilità finanziaria, i servizi finanziari e l'unione dei mercati dei capitali”.

La Commissione europea pubblicò successivamente, nel febbraio del 2015, un Green Paper nel quale si delinearono i tratti principali del progetto e si diede il via ad una consultazione pubblica conclusasi tre mesi dopo. Più di 700 risposte alla consultazione pubblica pervennero dagli stakeholders e il Parlamento europeo e il Consiglio dell'Unione europea diedero entrambi il loro forte sostegno alle priorità e all'approccio indicati dalla Commissione. Tutto ciò permise alla Commissione di costruire un piano d'azione (“Action Plan for a Capital Market Union”), pubblicato poi il 30 settembre del 2015, con l'obiettivo di contribuire a creare un vero mercato unico dei capitali in tutti i 28 Stati membri dell'Unione Europea entro la fine del 2019⁹⁴».

Se, dunque, il problema continua, inevitabilmente, ad essere quello del raggiungimento di un grado di più elevata convergenza tra gli ordinamenti nazionali, il dubbio concerne l'alternativa tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti. Se, e quale debba essere, il livello di *regulatory competition* in ambito europeo costituisce un dilemma da sempre, e tutt'ora, irrisolto, soltanto in parte affrontato dalle analisi di impatto della regolazione (AIR) che ormai accompagnano l'emanazione di nuovi provvedimenti comunitari che, come abbiamo già analizzato, sono inerenti alla *Better regulation dell'UE*⁹⁵.

⁹⁴ Cfr. Codogno, *Capital Market Union: una sintesi del processo, punti critici e prospettive*, FinRiskAlert, “Assessing Bond Market Developments Post-EMU”, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 11 no. aprile 2016.

⁹⁵ *Better regulation for better results – An EU Agenda (COM (2015) 219, del 19 maggio 2015)*, reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0215>.

Conclusione

A conclusione di questo mio lavoro, incentrato sull'analisi dell'art. 47, è inevitabile sottolineare che il ruolo del risparmio sia centrale nella vita degli individui.

Il risparmio convertiva il suo scopo, passando dall'idea di "risparmio per necessità" a quella di "risparmio per opportunità" o meglio di "risparmio per investimento", ma sia pure in questo divenire, il risparmio non ha tempo. È il presente che guarda al futuro.

In origine l'uomo risparmiava per garantire la sua stessa esistenza. La moneta, uno strumento di pagamento ad accettazione obbligatoria avente costo legale, poi è diventata uno strumento attraverso il quale è stato possibile realizzare il risparmio.

Prima attraverso l'accantonamento di capitali assegnati ad una tipologia di risparmio che potremmo definire previdenziale, basata sulla destinazione di riserve per fronteggiare bisogni futuri, poi arrivando al risparmio fruttifero nell'età del credito come forma di investimento.

Il risparmio, incoraggiato e tutelato dall'art. 47 della nostra Costituzione, non è inquadrato però come interesse di natura privatistica, piuttosto ha una funzione sociale che si esplica nella sua potenzialità di contribuire a sostenere le attività produttive del Paese attraverso il credito, nonché ad accrescere i livelli di occupazione. Considerare il risparmio «non come propensione all'accumulazione ma alla speranza, come atteggiamento di fiducia verso il futuro con la prospettiva di migliorare la qualità della propria vita»⁹⁶ consente oggi, al di là delle crisi economiche, di recuperare la visione del risparmio, oggetto della Costituzione economica e dell'art. 47.

Per sintetizzare, nel complesso, questa tesi non si è basata sulla sola analisi dell'articolo 47 della costituzione economica, ma è andata oltre, toccando più aspetti del diritto pubblico dell'economia, partendo da quelli più legislativi e tecnici fino ad arrivare a tematiche che riguardano sempre di più il mondo della regolazione finanziaria che ci circonda, come ad esempio il Fintech.

Credo che oggi, grazie alla digitalizzazione, particolare attenzione vada posta alla consulenza finanziaria, attraverso strumenti sempre più innovativi come i robot advisor che rendono più efficaci ed efficienti i nostri servizi di investimento e risparmio. Va sottolineato

⁹⁶ Grossi P., *“La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione”*, reperibile nel sito: https://www.cortecostituzionale.it/documenti/interventi_presidente/Grossi_Risparmio.pdf.

con molta attenzione però che la consulenza finanziaria è un'attività riservata, in quanto non tutti possono farla proprio perché, come ribadito dal protagonista di questo lavoro, ossia l'articolo 47 della costituzione economica, si tratta di risparmio.

Per tale ragione, un soggetto consiglia tramite raccomandazioni specifiche ad un altro individuo come investire al meglio i propri risparmi. Questa tematica, inerente al risparmio, permette inevitabilmente di ricollegarci all'articolo 5 della MiFID II e all'articolo 18 del TUF, dove l'attività riservata gioca un ruolo fondamentale, perché la gestione del risparmio, secondo le autorità di vigilanza, può essere svolta soltanto da determinati soggetti che sono operatori del mercato finanziario, di cui abbiamo discusso già nel secondo capitolo. Non va dimenticato che gli elementi della consulenza sono la professionalità e l'adeguatezza delle raccomandazioni e degli strumenti finanziari. L'adeguatezza si basa sulla profilatura del cliente che assume rilevante importanza nell'ambito del risparmio, in quanto essa viene effettuata sulla base della propensione al rischio dell'investitore ponendo uno sguardo dettagliato agli obiettivi di investimento e alla situazione finanziaria. Col passare del tempo, il risparmio, così come la consulenza, si è evoluto, passando dai sistemi ibridi in cui vi era un connubio tra l'intervento umano e tecnologico ai sistemi puri in cui vi è solo l'intervento delle macchine automatizzate, meglio note come le odierne piattaforme online che ad esempio, coerentemente con la profilatura del risparmiatore, individuano, valutano, utilizzano, condividono e creano contenuti, utilizzando le tecnologie informatiche e Internet.

Molto probabilmente mi sarò dilungato con tale argomentazione, tecnicamente e giuridicamente parlando, ma credo che ad oggi sia fondamentale approfondire tali tematiche a 360°, perché come hanno ribadito sempre i miei Docenti, la persona che non possiede conoscenze dal punto di vista finanziario, specialmente in Italia, non investe perché ha paura, lasciando così il denaro e l'economia fermi. Concluderei così questo ragionamento, traendo spunto dal pensiero del Governatore della Banca d'Italia, Ignazio Visco, che ha sottolineato come sia possibile che una minor tendenza ad investire nasca proprio da una bassa alfabetizzazione, generando così un circolo che mantiene immobile la nostra economia, affermando che: *«L'educazione finanziaria è ovunque componente essenziale delle politiche di tutela del risparmio, in sinergia con gli altri strumenti... Accrescere il livello di cultura finanziaria di tutti i cittadini è oggi un'esigenza più rilevante che in passato⁹⁷»*.

⁹⁷ Visco I., "L'intervento del governatore di Banca d'Italia al centenario di Abi a Milano", luglio 2019, reperibile nel sito: <https://www.investiremag.it/investire/2019/07/12/news/https---www-investiremag-it-draft-2019-07-12-news-visco---l-economia-e-ferma-necessaria-un-intesa-tra-politica-e-finanza-5536--5536/>.

Bibliografia

- Bartolini F., Articolo 2915 Codice Civile, “*Codice civile e Leggi complementari*”, La Tribuna, 49° edizione, luglio 2019.
- Capriglione F., “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, Wolters Kluwer, CEDAM, 2° edizione, 2019.
- Caretti P., De Siervo U., “*Diritto Costituzionale e Pubblico*”, “La titolarità del potere di emissione in Italia”, Giappichelli G. Editore, Torino, luglio 2018.
- Cassese S., “*La nuova costituzione economica*”, Editori Laterza, gennaio 2021.
- CB Insights, grafico “*Dimensione investimenti fintech e crescita delle valutazione fintech (mediana)*”, 2021
- CB Insights, grafico “*Geografia mondiale del funding raccolto dalle fintech*”, 2021.
- Cfr. Codogno, *Capital Market Union: una sintesi del processo, punti critici e prospettive*, FinRiskAlert, “*Assessing Bond Market Developments Post-EMU*”, Journal of Applied Corporate Finance, Volume 11 no. 3, aprile 2016.
- CoinMarketCap, grafico “*Come Squid Game ha perso il suo valore*”, 2021.
- Daft R., “*Organizzazione aziendale*”, Maggioli Editore, 7° edizione (8 febbraio 2021).
- McKinsey, grafico “*Banking price to book ratio during COVID*”, 2021.
- Merusi F., *Art. 47*, in “*Commentario alla Costituzione*”, a cura di G. Branca, Zanichelli, Bologna-Roma, 1980.
- Mishkin Frederic S., Eakins Stanley G., Beccalli E., “*Istituzioni e Mercati Finanziari*”, Pearson, 9° edizione, 2 settembre 2019.
- Onida V., “*La Costituzione*”, Il Mulino, terza edizione, giugno 2017.
- Pellegrini M., “*Corso di diritto pubblico dell’economia*”, Wolters Kluwer, CEDAM, 2016.
- Sandri S., “*Principi di Finanza Aziendale*”, Mc Graw Hill, 8° edizione, 21 gennaio 2020.
- Statista, grafico “*Startup fintech attive in Italia*”, 2021.
- Thaler R., “*Misbehaving. La nascita dell’economia comportamentale*”, Einaudi editore, 6 febbraio 2018.
- Vargas F., “*Chi è morto alzi la mano*”, Einaudi editore, Francia, 1995.

Sitografia

- “Better regulation” nell’Unione europea: principi, obiettivi e strumenti, 2015, reperibile nel sito: https://www.senato.it/application/xmanager/projects/leg18/file/repository/UVI/05_-_Better_regulation_for_better_results.pdf.
- “ESG scores”, reperibile nel sito: <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-launches-call-evidence-esg-ratings>.
- “Il recepimento delle direttive”, “Better regulation” nell’Unione europea: principi, obiettivi e strumenti, 2015, reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:C:2022:152:FULL&from=EN>.
- “Le politiche della qualità della regolazione in Italia” di Filippo Patroni Griffi, Relazione al Convegno OECD-Formez Roma, 8 novembre 2007, reperibile nel sito: <https://www.astrid-online.it/static/upload/protected/PATR/PATRONI-GRIFFI-Regolaz.pdf>.
- “Squid Game, la criptovaluta era una truffa”: i creatori scappano con 2,1 milioni, reperibile nel sito: <https://www.ilsole24ore.com/art/squid-game-criptovaluta-era-truffa-creatori-scappano-21-milioni-AE5h4Bu>.
- Articolo 23 Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (TUF), reperibile nel sito: https://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88.
- Banca d’Italia, “Art.10 Testo unico bancario”, reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.
- Banca d’Italia, “Art.132 Testo unico bancario”, reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/intermediari/Testo-Unico-Bancario.pdf>.
- *Better regulation for better results* – An EU Agenda (COM (2015) 219, del 19 maggio 2015), reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0215>.

- Bill Gates, 9-01-1995, American Banker, reperibile nel sito: <https://www.americanbanker.com/news/is-microsofts-bill-gates-right-when-he-says-banks-are-technology>.
- Calamandrei P., “*Discorso agli studenti milanesi*”, 26 gennaio 1955, reperibile nel sito: <https://www.comune.lecco.it/index.php/auto-genera-dal-titolo/allegati-news-comune/2018-1/12132-discorso-ai-giovani-sulla-costituzione-piero-calamandrei-1955/file>.
- Cartabia M., “*Il messaggio di Cartabia ai Magistrati*”, a cura di “*La Repubblica*”, giugno 2021, reperibile nel sito: https://www.repubblica.it/politica/2021/06/18/news/giustizia_cartabia_toghe_onore-306665266/.
- Comunicazione *Better Regulation* del 19 maggio 2015, COM (2015), reperibile nel sito: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/better-regulation/>.
- Comunicazione *Over Regulation* del 19 maggio 2015, COM (2015) 215, reperibile nel sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0215&from=HU>.
- Cos'è il Fintech, reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/robo-advisor-cosa-sono?hsLang=it-it.
- Dossetti G., “*Dibattito sulla finalizzazione delle libertà*”, marzo 1947, reperibile nel sito: <https://rivistadialoghi.it/articolo/22017/giuseppe-dossetti-pensare-attuare-e-difendere-la-costituzione>.
- Giorgino M., “*Fintech e servizi finanziari*” - Responsabile Scientifico Osservatorio Fintech & Insurtech (Politecnico di Milano), reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/fintech-significato.
- Grossi P., “*La tutela del risparmio a settant'anni dall'approvazione dell'art. 47 della Costituzione*”, reperibile nel sito: https://www.cortecostituzionale.it/documenti/interventi_presidente/Grossi_Risparmio.pdf.
https://www.ascosim.it/Ascoshim_doc/Ascoshim_20180925_ConvegnoMilano_PaolaSoccorso.pdf.
- Indagine Politecnico di Milano dicembre 2021 “*Le aziende fintech sono aumentate, da 278 nel 2020 a 301 nel 2021*”, reperibile nel sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2021/2021-FINTECH-INDAGINE.pdf>.

- La Costituzione, “*I Principi Fondamentali*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/principi-fondamentali/articolo-2>.
- La Costituzione, “*I Principi Fondamentali*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/principi-fondamentali/articolo-3>.
- La Costituzione, “La Pubblica Amministrazione”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-iii/sezione-ii/articolo-97>.
- La Costituzione, “La Pubblica Amministrazione”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-iii/sezione-ii/articolo-98>.
- La Costituzione, “*Parte I, Diritti e doveri dei cittadini Titolo I, Rapporti civili*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-i/articolo-25>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-41>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-42>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-43>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-44>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-45>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-46>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-47>.
- La Costituzione, “*Rapporti economici*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-i/titolo-iii/articolo-47>.
- La Costituzione, “*Titolo V*”, reperibile nel sito: <https://www.senato.it/istituzione/la-costituzione/parte-ii/titolo-v/articolo-118>.
- *La truffa della criptovaluta di “Squid Game”*, reperibile nel sito: <https://www.ilpost.it/2021/11/02/squid-criptovaluta-squid-game/>.

- Miccù R., “*Le trasformazioni della costituzione economica europea: verso un nuovo paradigma?*”, 25 ottobre 2019, reperibile nel sito: <https://www.sipotra.it/wp-content/uploads/2019/11/Costituzione-economica-integrazione-sovrana-effetti-della-globalizzazione.pdf>.
- Osservatorio FinTech PwC 2021, “*Analisi delle startup fintech mondiali*”, reperibile nel sito: <https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech.html>.
- Papa Francesco, “*Lottare contro le false cooperative che ingannano la gente*”, a cura di “*Il Sole 24 ORE*”, febbraio 2015, reperibile nel sito: <https://st.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-02-28/papa-francesco-lottare-contro-false-cooperative-che-ingannano-gente--121627.shtml?uuid=ABJkMB2C>.
- Parlamento Europeo, “*I trattati e il Parlamento Europeo*”, reperibile nel sito: <https://www.europarl.europa.eu/about-parliament/it/in-the-past/the-parliament-and-the-treaties>.
- Progetto Fintech: <<*digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria*>>, reperibile nel sito:
- Regulatory Policy Outlook 2015, OECD, Country Profile: Italy, reperibile nel sito: <https://www.oecd.org/regreform/regulatory-policy/regulatory-policy-italy.htm>.
- Renga F., “*Fintech e servizi finanziari*” - Direttore Osservatorio Fintech & Insurtech (Politecnico di Milano), reperibile nel sito: <https://www.osservatori.net/it/ricerche/osservatori-attivi/fintech-insurtech>.
- Robo Advisor: cosa sono e che ruolo svolgono nel Fintech, reperibile nel sito: https://blog.osservatori.net/it_it/robo-advisor-cosa-sono?hsLang=it-it.
- Visco I., “*L'intervento del governatore di Banca d'Italia al centenario di Abi a Milano*”, luglio 2019, reperibile nel sito: <https://www.investiremag.it/investire/2019/07/12/news/https---www-investiremag-it-draft-2019-07-12-news-visco---1-economia-e-ferma-necessaria-un-intesa-tra-politica-e-finanza-5536--5536/>.

Ringraziamenti

Ringrazio la Prof.ssa Pellegrini, non solo per avermi trasmesso i contenuti della materia da Lei insegnata, ma la passione per il diritto. Il Suo supporto e la fiducia dimostratami nella stesura della mia tesi, insieme alla Sua grande disponibilità e sollecitudine nell'accogliere le mie richieste dandomi le giuste indicazioni, sono stati per me strumenti preziosi.

Ringrazio il Prof. Di Perna, importante guida, per i Suoi insegnamenti ed utili consigli che hanno contribuito alla realizzazione di questo mio lavoro finale.

Ringrazio i miei cugini e i miei amici più cari, Giovanni e Antonio, che nonostante la distanza che ci separa, continuano ad essere sempre un importante punto di riferimento per me.

Ringrazio i miei coinquilini, Alfonso e Francesco, che sono la mia seconda famiglia di Via di Villa Emiliani, per questi anni trascorsi tra risate, impegni, gioie ed ansie.

Ringrazio tutto il laboratorio teatrale LUISS, partendo dal regista fino ad arrivare ad ogni componente del gruppo. Quest'anno siamo stati i Cadetti di Guascogna del Cyrano de Bergerac e tra canzoni, voci consumate e tanta spensieratezza abbiamo potuto mostrare, anche dietro delle maschere, quello che realmente siamo, ossia un gruppo coeso di gente che sogna.

Ringrazio i miei colleghi universitari che hanno reso speciale questo percorso triennale.

Il ringraziamento forse più importante però lo devo ai miei genitori che da sempre sono stati il mio rifugio sicuro. Hanno sempre creduto in qualunque cosa facessi, dando spazio a tutti i miei sogni. A loro devo la forza che mi ha permesso di andare avanti e di non demordere, a loro devo tutto.

Ringrazio me stesso, perché il Federico di tre anni fa non avrebbe creduto di trovarsi, ora, a scrivere i ringraziamenti per la sua tesi di laurea. Per questo allora un ringraziamento lo merita anche la costanza che mi ha accompagnato in questi anni e che spero continui sempre ad essermi di sostegno, per raggiungere al meglio i miei obiettivi di crescita personale e professionale.