

# ELFR

EUROPEAN LAW AND  
FINANCE REVIEW

Rivista Semestrale  
(Giugno/Dicembre  
2025)

ISSN: 2975-0911

---

## **COMITATO DI DIREZIONE**

Antonella Brozzetti  
Jose Ramon De Verda Beamonte  
Morten Kinander  
Patrizio Messina  
Diego Rossano  
Andrea Sacco Ginevri  
Illa Sabbatelli  
Alberto Urbani

## **COMITATO SCIENTIFICO**

Giuseppe Desiderio  
Nina Dietz Legind  
Andri Fannar Bergþórsson  
Marco Fasan  
Carmen Gallucci  
Catherine Ginestet  
Fabrizio Granà  
Maria Federica Izzo  
Matthias Lehmann  
Paola Lucantoni  
Giovanni Luchena  
Rachele Marseglia  
Roberto Mazzei  
Andrea Minto  
Francesco Moliterni  
Raimondo Motroni  
Alessio Paces  
Anna Maria Pancallo  
Laurent Posocco  
Christoph U. Schmid  
Stefania Supino  
Rezarta Tahiraj

## **COMITATO EDITORIALE**

Stefania Cavaliere  
Emanuela Fusco  
Mercedes Guarini  
Claudia Marasco  
Gianluigi Passarelli  
Alessandra Polisenò

## **DIRETTORE RESPONSABILE**

Diego Rossano

La sede della Redazione è presso l'Università San Raffaele di Roma,  
Via di Val Cannuta n. 247, Roma, 00166

[www.europeanlawandfinancereview.com](http://www.europeanlawandfinancereview.com)

## REGOLE PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno *standard* elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche.

Per ulteriori informazioni relative alla procedura di valutazione, si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito della Rivista.

### EMAIL

[info@europeanlawandfinancereview.com](mailto:info@europeanlawandfinancereview.com)

# INDICE

## ARTICOLI E SAGGI

### GIORGIO MATTARELLA

L'ACCESSO DEGLI IMMIGRATI AI SERVIZI FINANZIARI NEL PRISMA DELLA TUTELA DEL CONSUMATORE VULNERABILE

(The access of immigrants to financial services through the lens of vulnerable consumer protection).....5

### DIEGO ROSSANO – ANDREA SACCO GINEVRI

GOVERNANCE SANITARIA E *GOLDEN POWER*

(Healthcare governance and golden power).....28

### CARMELA ROBUSTELLA – MICHELA PETRACHI

EFFETTI DISFUNZIONALI, CONTRADDIZIONI DEI SISTEMI DI *WELFARE* E CORRETTIVI

(Dysfunctional effects, contradictions of welfare systems and corrective actions).....40

### LORENZO LOCCI

MODERN PROTECTIONISM IN A GLOBALIZED WORLD

(Il protezionismo moderno in un mondo globalizzato).....62

### ANDREA MINTO - YARON HAZAN

NEXT GENERATION AML SOLUTIONS: AN ANALYSIS OF AI-BASED TOOLS VIS-À-VIS THE REFORM OF THE EUROPEAN AML INSTITUTIONAL AND SUBSTANTIVE ARCHITECTURE

(Soluzioni AML di nuova generazione: un'analisi degli strumenti basati sull'intelligenza artificiale nel contesto della riforma organica antiriciclaggio europea).....79

### DAVIDE DE FILIPPIS

LA CONSULENZA FINANZIARIA PRESTATATA TRAMITE GLI INFLUENCERS: SPUNTI PER UN INQUADRAMENTO DELLA FATTISPECIE

(Financial advise provided through influencers: insights for a framework).....106

### ILLA SABBATELLI

PREDICTIVE MODELS AND SMEs

(Modelli predittivi e PMI).....130

### MICHELA PASSALACQUA – TAMARA FAVARO

REGTECH AND SUPTECH: A PROPOSAL FOR BLOCKCHAIN-CERTIFIED COMPUTATIONAL REGULATION

(RegTech e SupTech: proposta di una regolazione computazionale certificata da blockchain).....146

# **L'ACCESSO DEGLI IMMIGRATI AI SERVIZI FINANZIARI NEL PRISMA DELLA TUTELA DEL CONSUMATORE VULNERABILE**

**Giorgio Mattarella**

# L'accesso degli immigrati ai servizi finanziari nel prisma della tutela del consumatore vulnerabile\*

## *(The access of immigrants to financial services through the lens of vulnerable consumer protection)*

Giorgio Mattarella

Ricercatore a tempo determinato in *tenure track* in Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi di Palermo

### **ABSTRACT [En]:**

The article aims to analyse the issues linked to migrant's financial exclusion, linking these issues with the general topic of consumer vulnerability. In particular, the article provides a critical assessment of both european law and european case law, which in the fields of unfair commercial practices and unfair terms focus on the protection of the average consumer. However, according to a recent ruling of the Court of Justice of European Union average consumer's concept should take into account more realistic features. After an analysis of the recent reform of spanish consumer law, the article finally suggests some reforms to the current regulatory framework of financial services.

**Keywords:** migrants, financial services, b2c contracts, average consumer, vulnerable consumer.

### **ABSTRACT [It]:**

L'articolo mira ad analizzare le questioni connesse all'esclusione finanziaria degli immigrati, collegando tali problemi alla tematica generale della vulnerabilità del consumatore. In particolare, l'articolo esprime una valutazione critica sul diritto e sulla giurisprudenza europea, i quali nei settori delle pratiche commerciali scorrette e delle clausole abusive si focalizzano sulla protezione del consumatore medio. Tuttavia, secondo una recente decisione della Corte di giustizia dell'Unione europea il concetto di consumatore medio dovrebbe tenere in considerazione caratteristiche più concrete. Dopo un'analisi della recente riforma del diritto dei consumatori spagnolo, l'articolo in conclusione suggerisce alcune riforme all'attuale quadro normativo dei servizi finanziari.

**Parole chiave:** immigrati, servizi finanziari, contratti b2c, consumatore medio, consumatore vulnerabile.

**SOMMARIO:** 1. L'accesso degli immigrati ai servizi finanziari – 2. Il consumatore medio per la Corte di giustizia dell'UE – 3. Dal consumatore medio, informato e avveduto al consumatore reale – 4. Il “*consumidor vulnerable*” nell'ordinamento spagnolo – 5. Conclusioni e indicazioni *de iure condendo*

## 1. L'ACCESSO DEGLI IMMIGRATI AI SERVIZI FINANZIARI.

Il tema dell'inclusione finanziaria – cioè dell'accesso ai servizi bancari e del loro corretto utilizzo – e sociale degli immigrati in Italia, così come nel resto d'Europa, ha ormai assunto una rilevanza cruciale alla luce della dimensione epocale del fenomeno migratorio e del suo carattere irreversibile<sup>1</sup>.

Recenti dati dell'Istat infatti evidenziano come, per effetto dell'attuale crisi geopolitica mondiale e delle conseguenti crisi umanitarie, i flussi migratori di stranieri verso il nostro paese tra il 2023 e il 2024 siano aumentati del 13% rispetto al biennio precedente, e come solo nel 2024 siano immigrati 382.000 cittadini stranieri<sup>2</sup>.

Di contro, è ormai noto il problema dell'invecchiamento della popolazione europea e della diminuzione della popolazione in età lavorativa<sup>3</sup>, che, essendo particolarmente rilevanti anche in Italia, nel lungo periodo potrebbero contribuire ad una riduzione del PIL<sup>4</sup> e già adesso producono una diffusa mancanza di figure lavorative anche qualificate che incide sulla produttività e l'innovazione dell'UE, creando un gap di competitività tra l'UE e le maggiori economie, come gli Stati Uniti, che hanno una popolazione ed una forza lavoro in crescita<sup>5</sup>.

L'invecchiamento della popolazione europea, inoltre, sta mettendo in crisi la sostenibilità dei sistemi pensionistici pubblici a ripartizione<sup>6</sup>, e la conseguente scarsità di risorse pubbliche aumenta l'esigenza di sviluppare il mercato della previdenza complementare privata affinché i pensionati possano mantenere il tenore di vita consentito dalle retribuzioni<sup>7</sup>.

Tali problemi di dimensione macro-economica potrebbero invece essere mitigati, oltre che da scelte di *policy* quali l'allungamento della vita lavorativa e l'aumento della partecipazione femminile al mercato del lavoro, dall'inclusione degli immigrati nel tessuto socio-economico italiano, che porterebbe ad un aumento della popolazione in età lavorativa<sup>8</sup>.

L'integrazione sociale degli immigrati passa però necessariamente dall'accesso e dal corretto utilizzo dei servizi bancari, dato che in assenza di essi gli immigrati sono costretti ad operare nell'ambito dell'economia

---

\* Il contributo è stato approvato dai revisori.

<sup>1</sup> V. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria dei migranti. La tutela del consumatore vulnerabile nei servizi bancari*, Giappichelli, Torino, 2021, pp. 1 ss.

<sup>2</sup> ISTAT, *Report migrazioni interne e internazionali della popolazione residente, anni 2023-2024*, pp. 1 ss., in [www.istat.it](http://www.istat.it).

<sup>3</sup> Cfr. *Report on the Impact of Demographic Change* presentato dalla Commissione UE il 17 giugno 2020, p. 10.

<sup>4</sup> F. BARBIELLINI AMIDEI, M. GOMELLINI, P. PISELLI, *Il contributo della demografia alla crescita economica: duecento anni di "storia" italiana*, in *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional Papers), n. 431, 2018, p. 32, in [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it).

<sup>5</sup> V. il report di Mario Draghi *The future of European competitiveness Part A | A competitiveness strategy for Europe*, September 2024, pp. 22 ss. e 32, presentato alla Commissione UE.

<sup>6</sup> V. *Report on the Impact*, cit., p. 19, ove si evidenzia che «Europe will face a major challenge in funding its age-related spending, in a way that is also fair across generations. This is because the ratio between people paying taxes and social security contributions and those receiving pensions and other benefits is decreasing rapidly. In 2019, there were on average 2.9 persons of working-age for every person above 65. In 2070, this ratio is projected to fall to 1.7».

<sup>7</sup> M. PERSIANI, M. D'ONGHIA, *Fondamenti di diritto della previdenza sociale*, ed. III, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 345-346.

<sup>8</sup> F. BARBIELLINI AMIDEI, M. GOMELLINI, P. PISELLI, op. cit., pp. 1 ss.

sommersa rimanendo dunque in una condizione di estrema vulnerabilità.

Com'è noto, l'art. 1, commi 910 e 911, l. 205/2017, vieta ai datori di lavoro di corrispondere la retribuzione al lavoratore per mezzo di denaro contante, qualunque sia il tipo di lavoro instaurato e l'importo (art. 1, commi 910 e 911, l. 205/2017), punendo la violazione di tale divieto con una sanzione amministrativa pecuniaria. La norma prevede dunque che la retribuzione debba essere versata esclusivamente con un bonifico sul conto indicato dal lavoratore o con strumenti di pagamento elettronico.

In assenza di un conto di pagamento, dunque, l'immigrato non può nemmeno ricevere lo stipendio e di conseguenza non può essere assunto da nessun datore di lavoro; la questione peraltro è estremamente attuale, come dimostrano recenti report e alcune pronunce della giurisprudenza di merito sul diniego di apertura del conto ai richiedenti protezione internazionale ancora in attesa del rilascio di un permesso di soggiorno<sup>9</sup>.

Ancora, l'assenza di strumenti di pagamento elettronici pregiudica la possibilità degli immigrati di ricevere le erogazioni pubbliche previste per sostenere i soggetti in difficoltà economica<sup>10</sup>.

Dal punto di vista metodologico, dunque, uno studio dell'inclusione finanziaria degli immigrati che voglia fare corretta applicazione del metodo del diritto dell'economia deve necessariamente cogliere il nesso tra gli aspetti micro-economici – le singole relazioni contrattuali banca-consumatore/cliente immigrato atomisticamente considerate – e i riflessi macro-economici della questione<sup>11</sup>; come è stato correttamente osservato, nel diritto dell'economia il raggiungimento di determinati obiettivi sociali giustifica il mutamento di determinati istituti che, isolatamente considerati, possiedono caratteri diversi<sup>12</sup>.

Soltanto in questo modo è possibile comprendere, ad esempio, l'art. 126-*noviesdecies* t.u.b., il quale, in attuazione dell'art. 16 della dir. 2014/92/UE (*Payment Account Directive*, PAD), attribuisce a tutti i consumatori soggiornanti legalmente nell'UE il diritto di aprire un conto di pagamento di base presso le banche, Poste Italiane s.p.a. o gli altri prestatori di servizi di pagamento.

La previsione di un diritto al conto in capo a tutti i consumatori residenti nell'UE, e della fornitura del servizio ad un canone ridotto, *ex art. 126-vicies bis* t.u.b., o a titolo gratuito, *ex art. 126 vicies quater* t.u.b., sono indici di un obbligo di servizio universale in capo alle banche e agli altri PSP, indici tipizzati dall'art. 3, comma 1, dir. 2002/22/CE<sup>13</sup>. Tale limitazione della libertà di iniziativa economica privata garantita dal primo comma

---

<sup>9</sup> V. "QUANDO DISCRIMINANO LE ISTITUZIONI. Uguaglianza, diritti sociali, immigrazione". Rapporto finale del Progetto L.A.W. Leverage the Access to Welfare, ASGI, Centro Studi Medi di Genova, pp. 23 ss., in [www.asgi.it](http://www.asgi.it). V. Trib. Roma, ord. 26 gennaio 2021, in [www.asgi.it](http://www.asgi.it).

<sup>10</sup> V. Trib. Roma, ord. 27 gennaio 2022, in [www.asgi.it](http://www.asgi.it).

<sup>11</sup> R. NATOLI, *Problema e sistema nel diritto dell'economia*, in *Riv. dir. banc.*, 2025, 1, pp. 71 ss. Esempio paradigmatico di tale metodo è il lavoro di Vivante sull'assicurazione: v. C. VIVANTE, *Dell'assicurazione*, in *Il Codice di commercio commentato*, VI, a cura di L. Bolaffio, C. Vivante, ed. III, Torino, 1909, 10. V. anche T. ASCARELLI, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in ID., *Studi in tema di contratti*, Milano, 1952, pp. 361-362, il quale rinviene un nesso tra i singoli contratti di deposito e di mutuo e l'attività bancaria.

<sup>12</sup> R. NATOLI, *Problema*, op. cit., pp. 72-73.

<sup>13</sup> F. DELL'ISOLA, *Art. 126-noviesdecies* t.u.b., in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. CAPRIGLIONE, tomo II, ed. IV, Cedam, Padova, 2018, p. 2356; G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., pp. 139 ss.; tale tesi era stata sostenuta da V. MELI, *Il conto corrente di base tra inclusione finanziaria e controllo della circolazione della*



dell'art. 41 Cost. è giustificata ai sensi del secondo comma dell'art. 41 da una evidente ragione di utilità sociale, quale è appunto l'inclusione finanziaria e sociale dei soggetti vulnerabili. L'ancoraggio del fine di inclusione all'art. 41 Cost. può consentire peraltro, in determinati casi, di giustificare limiti all'autonomia privata di banche e prestatori di servizi di pagamento ulteriori rispetto all'obbligo di apertura di un conto di base previsto a livello europeo.

In tale prospettiva, pare condivisibile l'ordinanza emessa dal Tribunale di Roma nel 2022, con la quale ha ordinato a un prestatore di servizi di pagamento l'attivazione di una carta elettronica prepagata affinché un richiedente protezione internazionale potesse usufruire di un bonus spesa erogato dal Comune a favore di soggetti in difficoltà economica<sup>14</sup>, in quanto la previa fase pubblicistica di determinazione dei soggetti meritevoli del contributo non lasciava alcuno spazio di discrezionalità all'intermediario.

Nell'ottica dei limiti all'autonomia privata costituzionalmente giustificati va letto anche il divieto di discriminazione per razza, etnia e nazionalità nell'accesso a beni o servizi offerti al pubblico, di cui agli artt. 43 e 44 d.lgs. 286/1998 e 2, d.lgs. 215/2003<sup>15</sup>, espressioni del principio di eguaglianza insito nell'art. 3, comma 1, Cost., e del principio di non discriminazione espresso a livello internazionale dagli artt. 7, Dic. univ. dir. uomo, 21 Carta dir. Ue, 14 Conv. eur. dir. uomo<sup>16</sup>.

Tuttavia l'inclusione finanziaria degli immigrati richiede una normativa che non si limiti alla mera rimozione delle discriminazioni e delle asimmetrie informative, ma che fornisca una tutela specifica a consumatori che, rispetto al consumatore medio, sono vulnerabili sotto molteplici punti di vista e che, pertanto, necessitano di una protezione non standardizzata<sup>17</sup>. Basti pensare alla possibile scarsa o nulla conoscenza della lingua italiana e alla mancanza di un'adeguata alfabetizzazione finanziaria, che impedisce loro di comprendere le conseguenze normative ed economiche dei contratti che stipulano con gli intermediari<sup>18</sup>, particolarmente

---

*ricchezza*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 1, p. 63 con riferimento agli obblighi di cui al d.l. 201/2011. Sugli obblighi di servizio universale v. in generale C. OSTI, *Nuovi obblighi a contrarre*, Giappichelli, Torino, 2004, pp. 97 ss. V. DIRETTIVA 2002/22/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 marzo 2002 relativa al servizio universale e ai diritti degli utenti in materia di reti e di servizi di comunicazione elettronica (direttiva servizio universale).

<sup>14</sup> Trib. Roma, ord. 27 gennaio 2022, cit.

<sup>15</sup> D.lgs 25 luglio 1998, n. 286, Testo unico delle disposizioni concernenti la disciplina dell'immigrazione e norme sulla condizione dello straniero; Decreto legislativo 9 luglio 2003, n. 215, Attuazione della direttiva 2000/43/CE per la parità di trattamento tra le persone indipendentemente dalla razza e dall'origine etnica.

<sup>16</sup> Sul divieto di discriminazione nel diritto privato v. D. MAFFEIS, *Offerta al pubblico e divieto di discriminazione*, Giuffrè, Milano, 2007, *passim*, pp. 1 ss.; ID., *Il diritto contrattuale antidiscriminatorio nelle indagini dottrinali recenti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 1, pp. 161 ss.; ID., *voce Discriminazione (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, Milano, 2011, pp. 490 ss.; L. SITZIA, *Pari dignità e discriminazione*, Jovene, Napoli, 2011, *passim*, pp. 1 ss.; G. CARAPEZZA FIGLIA, *Divieto di discriminazione e autonomia contrattuale*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2013, *passim*, pp. 1 ss.; ID., *Il divieto di discriminazione quale limite all'autonomia contrattuale*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 6, pp. 1387 ss.

<sup>17</sup> G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., pp. 12 ss.

<sup>18</sup> Sul c.d. rischio linguistico v. D. MEMMO, *Dichiarazione contrattuale e comunicazione linguistica*, Cedam, Padova, 1990, pp. 15 ss.; ID., *La lingua nel diritto. Il rischio linguistico nella dichiarazione contrattuale*, in *Contr. impr.*, 1985, pp. 468 ss.; ID., *Cittadini e stranieri nel diritto privato della modernità*, Giappichelli, Torino, 2012, 163 ss.; C. CICALA, *Lingua straniera e testo contrattuale*, Giuffrè, Milano, 2003, *passim*, spec. pp. 15 ss.

importanti soprattutto nel caso di servizi di credito che possono creare situazioni di sovraindebitamento.

Possono poi rilevare situazioni di vulnerabilità economica che, quando non inficiano negativamente la valutazione del merito creditizio e la possibilità di accedere al credito, rendono i migranti più inclini ad accettare termini contrattuali iniqui o ad incorrere in situazioni di mora e sovraindebitamento, foriere di conseguenze funeste sui diritti fondamentali, come quello ad una abitazione, in caso di avvio di procedure esecutive.

In un'epoca nella quale i beni e i servizi, anche bancari, vengono forniti *online*, soprattutto dopo la pandemia, l'inclusione finanziaria postula inoltre un'adeguata conoscenza dei canali digitali, rendendo insufficiente un'eventuale alfabetizzazione finanziaria non accompagnata da una adeguata educazione digitale<sup>19</sup>, che potrebbe mancare soprattutto a quei migranti attivi nell'economia informale.

La digitalizzazione dei servizi bancari può inoltre rendere i migranti più vulnerabili ad attività di profilazione algoritmica volte alla presentazione di pubblicità e offerte personalizzate in grado di sfruttarne le debolezze<sup>20</sup>.

Rinviano ad altri scritti per la trattazione puntuale dei singoli elementi di vulnerabilità dei migranti<sup>21</sup>, in questa sede preme evidenziare che la pluralità di debolezze caratterizzanti i migranti nell'accesso ai servizi bancari richiedono un ripensamento della figura stessa di consumatore quale soggetto normalmente attento, informato e avveduto, affetto solo da asimmetrie informative. Com'è stato recentemente osservato con riferimento a vari ambiti del diritto, tra i quali la protezione dei consumatori, «*Uniformity, even if optimal on average, creates a poor fit for a lot of non-average people in a population with diverse preferences, characteristics, histories, and means*»<sup>22</sup>.

In questo senso, seguendo l'indicazione metodologica sopra indicata, poiché il diritto dell'economia deve rimediare ai fallimenti del mercato dovuti alle varie vulnerabilità di tali consumatori, esso non può più limitarsi alla mera rimozione delle asimmetrie informative; di conseguenza, oltre al contrasto delle singole debolezze affidato alle normative settoriali (GDPR, credito al consumo, PAD, ecc.), occorrerebbe una normativa europea che "orizzontalmente" codifichi una categoria generale di consumatore vulnerabile.

Vi sono invero indici all'interno delle normative su servizi bancari dell'esistenza della categoria del consumatore socialmente ed economicamente vulnerabile<sup>23</sup>; si pensi all'art. 120 *quinquiesdecies* t.u.b., sull'inadempimento del contratto di credito immobiliare al consumo, che obbliga a gestire con rimedi

---

<sup>19</sup> M. T. PARACAMPO, *FinTech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in M. T. Paracampo (a cura di) FINTECH, *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, pp. 20 ss.

<sup>20</sup> V. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., 70 ss.; S. BAROCAS, A. D. SELBST, *Big Data's Disparate Impact*, in *California Law Review* 671, 2016, p. 693; D. K. CITRON, F. PASQUALE, *The Scored Society: due process for automated predictions*, in *Washington Law Review*, 2014, vol. 89, 1, pp. 13-14. Sulla vulnerabilità digitale derivante dal trattamento automatizzato di dati personali v. in generale N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ, H.-W. MICKLITZ, *Choice Architectures in the Digital Economy: Towards a New Understanding of Digital Vulnerability*, in *Journal of Consumer Policy*, 2022, pp. 175 ss.

<sup>21</sup> V. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., 16 ss.

<sup>22</sup> Così O. BEN SHAHAR, A. PORAT, *Personalized Law. Different Rules for Different People*, New York, 2021, p. 11.

<sup>23</sup> V. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., pp. 98 ss., spec. pp. 127 ss.; in senso contrario v. L. MODICA, *Effetti esdebitativi (nella nuova disciplina del sovraindebitamento) e favor creditoris*, in E. PELLECCIA, L. MODICA (a cura di), *La riforma del sovraindebitamento nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Pacini, Pisa, 2019, pp. 396-397.

manutentivi le difficoltà di pagamento dei consumatori; all'art. 126 *vicies-bis* t.u.b., che attribuisce ai consumatori socialmente ed economicamente vulnerabili il diritto ad usufruire gratuitamente di un conto di pagamento di base; all'art. 111, commi 3 e 4, t.u.b., che prevede l'erogazione di finanziamenti a condizioni più favorevoli di quelle di mercato, o addirittura a tassi non remunerativi, in caso di vulnerabilità economico sociale delle persone fisiche finanziate, qualificabili come consumatori in quanto stipulano il contratto al di fuori qualsiasi attività<sup>24</sup>.

Si tratta però di indici normativi che non sono estendibili ad altri mercati regolati, come quello assicurativo e quello finanziario, e che, come vedremo meglio nel prosieguo, hanno il limite di codificare singole dimensioni di vulnerabilità, come quella socio-economica, trascurando le nuove forme di vulnerabilità derivanti dalla digitalizzazione dell'economia.

Ciò pare un sintomo della frammentazione della nozione di consumatore descritta da Micklitz come la conseguenza della crescente regolazione dei mercati e produttiva di una disomogeneità non solo terminologica, dato che talvolta il consumatore è definito “investitore” o “cliente”, ma soprattutto sostanziale poiché incide sul perimetro delle tutele che, in quest'ultimo caso, si estendono anche alle imprese<sup>25</sup>. La frammentazione della nozione di consumatore però rappresenta un evidente ostacolo nella costruzione di mercato unico europeo dei servizi finanziari, se si considera l'assenza di confini rigidi tra i mercati assicurativo, bancario e finanziario, sempre più integrati tanto che il consumatore di servizi di credito immobiliare può essere obbligato ad usufruire contestualmente di una polizza assicurativa a protezione del credito<sup>26</sup>, e ciò nonostante essere considerato “vulnerabile”, perché in difficoltà coi pagamenti, solo nei servizi di credito.

Recentemente si sono registrati però alcuni passi in avanti – che saranno trattati nel presente scritto – sia a livello normativo sia giurisprudenziale, verso una tutela generale e “orizzontale” dei consumatori vulnerabili, non più considerati come soggetti rispondenti al paradigma del c.d. *homo oeconomicus* ed appartenenti ad una astratta categoria normativa scollegata dai tratti reali dei consumatori<sup>27</sup>, ma come persone dotate di propria individualità.

Occorre allora chiedersi se i singoli indici normativi settoriali, già presenti nel nostro ordinamento, possano essere letti come estrinsecazione di un principio più generale che attribuisce rilievo alle vulnerabilità del consumatore anche al di fuori dei servizi bancari, o se invece la tutela del consumatore vulnerabile richieda un

---

<sup>24</sup> V. G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., 98 ss., spec. 127 ss; v. L. MODICA, *Effetti*, op. cit., pp. 396-397.

<sup>25</sup> H. W. MICKLITZ, *Il consumatore: mercatizzato, frammentato, costituzionalizzato*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2016, 3, pp. 874 ss.

<sup>26</sup> V. A. CAMEDDA, *I contratti di assicurazione collegati a mutui e finanziamenti. L'obbligo di rimborso del premio assicurativo in caso di estinzione anticipata del finanziamento*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 2, 414 ss; S. LANDINI, *Polizze vita collegate a contratti di credito al consumo e interessi usurari*, in *Giur. it.*, 2022, pp. 1094 ss.; A. TINA, *Polizze formalmente facoltative ma sostanzialmente obbligatorie*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, 1, pp. 19 ss.; P. CORRIAS, *Le polizze collegate ai mutui: spunti di riflessione*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2019, pp. 137 ss.

<sup>27</sup> Per una critica del modello del c.d. *homo oeconomicus* v. C. E. SCHNEIDER, O. BEN SHAHAR, *The Failure of Mandated Disclosure*, in *159 University of Pennsylvania Law Review*, 2011, pp. 649 ss.; R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2012, pp. 15 ss.

intervento del legislatore italiano o europeo.

## 2. IL CONSUMATORE MEDIO SECONDO LA CORTE DI GIUSTIZIA DELL'UE.

Una tappa fondamentale del processo di superamento del paradigma del consumatore medio è rappresentata da una recente pronuncia della Corte di giustizia dell'UE, resa a seguito del rinvio pregiudiziale del Consiglio di Stato<sup>28</sup>, avente ad oggetto l'interpretazione degli artt. 2, lett. j), 8 e 9 della direttiva 2005/29/CE e dell'art. 24, par. 3, della direttiva (UE) 2016/97<sup>29</sup>.

La controversia riguardava la prassi di una banca di offrire congiuntamente ai clienti finanziamenti e prodotti assicurativi, sebbene la stipula dei contratti assicurazioni non fosse *condicio sine qua* non della concessione del credito. A seguito dell'avvio di un'istruttoria, l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM) riteneva che tale prassi costituisse una pratica commerciale «aggressiva» e quindi «sleale» ai sensi della direttiva 2005/29/CE, poiché l'abbinamento forzoso tra contratti di credito al consumo e prodotti assicurativi non collegati al credito induceva i consumatori a ritenere che la stipula della polizza assicurativa fosse obbligatoria al fine dell'erogazione del finanziamento<sup>30</sup>.

Per l'AGCM la mancanza di separazione temporale tra la sottoscrizione del contratto di finanziamento e la sottoscrizione del contratto assicurativo, unita all'inclusione del premio assicurativo all'interno delle rate del finanziamento, non rendevano palese l'assenza di un obbligo di stipulare una polizza assicurativa, anche perché, per l'AGCM, il consumatore che necessita di un finanziamento si trova in una situazione di particolare debolezza.

La banca proponeva ricorso al Tar Lazio e, a seguito del suo rigetto, al Consiglio di Stato, il quale sollevava varie questioni pregiudiziali dinanzi alla Corte di Giustizia UE. In particolare, il Consiglio di Stato domandava alla Corte 1) se la nozione di consumatore medio di cui alla direttiva 2005/29/CE rimandi non solo alla nozione classica dell'*homo oeconomicus* ma anche alle teorie sulla razionalità limitata, che hanno dimostrato come le persone agiscono spesso riducendo le informazioni necessarie con decisioni «irragionevoli» rispetto a quelle di un soggetto attento ed avveduto, e 2) se possa essere considerata di per sé aggressiva una pratica commerciale nella quale una scelta possa apparire obbligata, tenendo conto che l'art. 6, paragrafo 1, della direttiva

---

<sup>28</sup> Cons. Stato, 10 novembre 2022, n. 8650, Compass Banca SpA-AGCM, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2023, 4, pp. 781 ss., con nota di L. SPOSINI, *Dal consumatore medio alla razionalità limitata nella Direttiva n. 29/2005 CE*, ivi, pp. 787 ss. V. E. CAMILLERI, *Pratiche commerciali scorrette, safety net e nuove vulnerabilità: prospettive e limiti*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 1, pp. 197 ss., spec. 216 ss.; v. E. BACCIARDI, *Lo standard del consumatore medio tra homo oeconomicus e homo euristicus*, in *Accademia, Rivista dell'Associazione Civilisti Italiani*, 2023, 1, pp. 77 ss.

<sup>29</sup> CGUE, 14 novembre 2024, causa C-646/22, Compass Banca SpA c. Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:62022CJ0646>. Per un commento si rinvia a G. MATTARELLA, *Polizze abbinate a finanziamenti, consumatore medio e pratiche commerciali scorrette*, in *Rivista di Diritto dell'Economia, dei Trasporti e Dell'Ambiente*, 2024, XXII, pp. 995 ss.

<sup>30</sup> Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, delibera n. 28011 del 27 novembre 2019, in Boll. n. 52/2019, [agcm.it](http://agcm.it); Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, delibera n. 28345 dell'8 settembre 2020, in [www.agcm.it](http://www.agcm.it).

2005/29/CE considera ingannevole una pratica che inganni o possa ingannare il consumatore medio anche nella sua presentazione.

Com'è noto, gli studi di *behavioural law and economics* hanno dimostrato che i consumatori adottano le loro decisioni sulla base di “euristiche”, cioè procedimenti mentali semplificati, guidati non dalla razionalità ma da distorsioni comportamentali che li inducono, ad esempio, a sopravvalutare le proprie competenze, ad ignorare le informazioni in loro possesso o, quando invece le prendono in considerazione, a subire l'influenza del contesto di fruizione delle informazioni, cioè della modalità di presentazione di queste ultime (c.d. *frame effect*)<sup>31</sup>; nella fattispecie decisa dalla Corte di Giustizia era proprio quest'ultimo *bias* dei consumatori a venire in rilievo.

Prima della pronuncia della Corte di Giustizia il tema dell'astrattezza della nozione di consumatore medio era rimasto pertanto essenzialmente confinato nel dibattito dottrinale, se si eccettua una Risoluzione del Parlamento Europeo che ha sottolineato l'incapacità delle direttive sui contratti *b2c* di tenere conto delle vulnerabilità sociali, economiche e della scarsa alfabetizzazione di alcuni consumatori, le quali invece richiedono l'introduzione di misure protettive ulteriori soprattutto in settori come quello finanziario, data la complessità dei prodotti e degli strumenti finanziari<sup>32</sup>.

Di conseguenza la pronuncia della Corte di Giustizia assume un'importanza fondamentale, non solo perché è una delle prime a mettere in discussione il paradigma del consumatore medio, ma anche perché è resa con riferimento ad una normativa (la dir. 2005/29/CE) “orizzontale”, cioè applicabile in tutti i settori del mercato europeo dei beni e servizi erogati *b2c*; inoltre il grado di attenzione esigibile dal consumatore travalica l'ambito della disciplina delle pratiche commerciali sleali, influenzando ad esempio sul giudizio di chiarezza e comprensibilità delle clausole contrattuali nei contratti *b2c*<sup>33</sup>, oggetto di numerose pronunce della Corte in materia di mutui in valuta estera<sup>34</sup>.

---

<sup>31</sup> V. C. E. SCHNEIDER, O. BEN SHAHAR, *The Failure*, op. cit., pp. 649 ss.; R. H. THALER, C. R. SUNSTEIN, *Nudge. Improving Decisions About Wealth, Health, Happiness*, 2008, trad. it., *La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, Feltrinelli, 2014, pp. 25 ss.; E. RIGHINI, *Behavioural law and economics. Problemi di policy, assetti normativi e di vigilanza*, Milano, 2012, 26 ss.; R. NATOLI, *Il contratto*, op. cit., pp. 17 ss.; sull'influenza della modalità di presentazione dell'informazione sul processo decisionale è fondamentale la lettura di D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk*, in *Econometrica*, 1979, vol. 47, n. 2, pp. 263 ss.

<sup>32</sup> Risoluzione del Parlamento Europeo del 22 Maggio 2012 su una strategia per rafforzare i diritti dei consumatori vulnerabili (2011/2272 (INI)), p. 3 ss., in <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52012IP0209>; in dottrina v. C. PONCIBÒ, *Il consumatore medio*, in *Contr. impr./Eur.*, 2007, 2, pp. 734 ss.; R. NATOLI, *Il contratto*, op. cit., pp. 17 ss.

<sup>33</sup> E. BACCIARDI, *Lo standard*, op. cit., p. 79.

<sup>34</sup> V. CGUE, 5 giugno 2019, causa C-38/17, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 1, 16 ss., con nota di E. VALLETTA, *Finanziamenti in valuta estera: l'omessa indicazione del tasso di cambio nel contratto*, ivi, 20 ss.; CGUE, 20 settembre 2017, causa C-186/16, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2018, 4, p. 511, con commento di M. F. CAMPAGNA, *Contratto di credito e trasparenza: recenti orientamenti della Corte di giustizia*, ivi, 502 ss.; CGUE, 20 settembre 2018, causa C-51/17, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); CGUE, 30 aprile 2014, causa C-26/13, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it); la sentenza è commentata da S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio soggettivo dello scambio (e l'integrazione) tra Corte di Giustizia, Corte costituzionale ed ABF: “il mondo di ieri” o un trompe l'oeil concettuale?*, in *Contr.*, 2014, 10, pp. 853 ss. Sull'argomento v. G. D'AMICO, *La Corte di Giustizia e la vicenda (ungherese) dei mutui in valuta estera*

Sebbene per la Corte di giustizia l'obbligo di trasparenza di cui alla direttiva 93/13/CE non possa essere limitato solo alla comprensibilità formale e grammaticale delle clausole, ma implichi anche la trasparenza sulle conseguenze economiche del contratto e la spiegazione dei meccanismi di funzionamento di determinate clausole, come quelle sui rischi di cambio, tuttavia il giudizio di comprensibilità e chiarezza ha come riferimento il consumatore medio<sup>35</sup>.

Di conseguenza, le clausole di un contratto b2c – avente ad oggetto ad esempio servizi di credito, di assicurazione o di pagamento – redatte in una lingua diversa da quella concretamente conosciuta o parlata dal consumatore, o con una terminologia difficilmente comprensibile senza un'adeguata educazione finanziaria, non sono di per sé contrarie al requisito di chiarezza e comprensibilità previsto dalla dir. 93/13/CE, posto che il *benchmark* per valutare tali clausole è il consumatore medio di servizi erogati da banche, assicurazioni e intermediari italiani, che è ragionevole, avveduto, ha una discreta educazione finanziaria e comprende la lingua italiana.

Poiché per la Corte la direttiva 2005/29/CE prende come parametro il consumatore medio che è normalmente informato, attento ed avveduto in base a fattori sociali, culturali e linguistici, e la nozione di consumatore medio prescinde dalle conoscenze concrete che l'interessato può avere o dalle informazioni di cui dispone, ne consegue che il consumatore vulnerabile non è riconducibile a tale criterio.

È evidente che tale scelta di politica del diritto, di matrice liberale, sia volta alla costruzione di un mercato europeo<sup>36</sup> eliminando i costi di transazione ritenuti eccessivi perché connessi ad eventuali maggiori tutele da riconoscere al consumatore vulnerabile.

In generale, la standardizzazione delle tutele rientra nella standardizzazione del contenuto dei rapporti contrattuali con i terzi, che è condizione necessaria della programmazione aziendale perché permette una previsione esatta del costo dell'erogazione dei servizi o della produzione dei beni riducendo i costi di produzione<sup>37</sup>, ed eliminando l'incertezza legale riduce i costi derivanti da eventuali controversie<sup>38</sup>.

Che questa sia la *ratio* della standardizzazione lo si evince implicitamente dalla direttiva 2011/83/UE, che solo al considerando 34, come tale non avente valore vincolante, specifica che nella fornitura delle informazioni precontrattuali nei contratti a distanza e fuori dai locali commerciali bisogna considerare le esigenze dei consumatori vulnerabili per età, infermità o ingenuità, pur precisando comunque che «la presa in

---

*stipulati con un consumatore*, in *Contratti*, 2020, 1, pp. 5 ss.; A. DALMARTELLO, *Appunti sulla distribuzione di mutui indicizzati a una valuta estera*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 3, pp. 279 ss.

<sup>35</sup> V. ad esempio CGUE, 30 aprile 2014, causa C-26/13, cit., e il commento di S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio*, cit., pp. 853 ss.

<sup>36</sup> V. M. LIBERTINI, *Clausola generale e disposizioni particolari nella disciplina delle pratiche scorrette*, in *Contr. impr.*, 2009, 1, pp. 103 ss., il quale parla di un onere di diligenza del consumatore nelle scelte di consumo.

<sup>37</sup> C. M. BIANCA, *Condizioni generali di contratto*, 1. *Dir. Civ.*, in *Enc. giur. Trecc.*, VII, Roma, 1988, p. 9; ID., *voce Condizioni generali di contratto (tutela dell'aderente)*, in *Dig.*, IV, *Disc. priv. Sez. civ.*, III, Torino, 1988, pp. 397 ss.; O. BEN SHAHAR, A. PORAT, *Personalized*, op. cit., pp. 44-45.

<sup>38</sup> V. ROPPO, *Contratti standard. Autonomia e controlli nella disciplina delle attività negoziali di impresa*, Giuffrè, Milano, 2017, pp. 29 ss.

considerazione di tali esigenze specifiche non dovrebbe condurre a discrepanze nei livelli di tutela dei consumatori».

L'effetto dunque è quello di una standardizzazione e di un abbassamento della tutela generale dei consumatori che penalizza quelli più vulnerabili<sup>39</sup>, come i migranti, le cui debolezze linguistiche, economiche, di alfabetizzazione finanziaria o digitale non sono tenute in considerazione. Ed infatti, come si evince dai considerando 18 e 19 dir. 2005/29/CE, che parlano di gruppi di consumatori, i consumatori vulnerabili, come i migranti, non sono considerati tali se la pratica commerciale non è specificamente loro diretta ma è diretta in generale a tutti i consumatori, perché in questo caso il consumatore medio corrisponde alla media della popolazione generale dei consumatori.

Anche quando si conferisce rilievo alle vulnerabilità individuali dei consumatori, come all'art. 5, par. 3, dir. 2005/29/CE, il novero delle debolezze è incompleto e destinato a rapida obsolescenza, posto che gli unici fattori di vulnerabilità ivi elencati sono l'ingenuità, l'infermità mentale e fisica e l'età, e, trattandosi di una direttiva di armonizzazione massima, come conferma il considerando 14, dir. 2005/29/CE, non pare possibile un'interpretazione estensiva dell'inciso "ingenuità" al fine di conferire rilievo ad altre situazioni di vulnerabilità<sup>40</sup>. Di conseguenza non è vulnerabile il consumatore che sia tale per motivi diversi – ad esempio il migrante in condizioni economiche disagiate, con poca conoscenza della lingua del luogo e inesperto nell'uso dei canali digitali –.

In ogni caso la standardizzazione delle tutele è un approccio generale del diritto europeo dei consumatori, come conferma, al di fuori della materia delle pratiche commerciali scorrette, la direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori, anch'essa avente portata *cross-sectoral*, che al considerando 34 menziona i medesimi fattori di vulnerabilità – età, infermità fisica e mentale, ingenuità – da tenere in considerazione nella fornitura delle informazioni precontrattuali nei contratti a distanza e fuori dai locali commerciali.

In sostanza, la direttiva sulle pratiche sleali e il diritto europeo dei consumatori in generale adottano una concezione statica di vulnerabilità, assimilabile al c.d. *class-based approach* che considera la vulnerabilità una condizione inerente in modo permanente ad una persona – perché anziano o perché è affetto da disabilità fisica o mentale – e derivante da fattori interni a quest'ultima, prescindendo però dalla condizione socio-economica del consumatore e dalle debolezze – scarsa educazione finanziaria e digitale – derivanti dalla complessità dei prodotti e dei servizi e connesse alla sua interazione col mercato<sup>41</sup>.

Si pensi anche alla direttiva 2015/2366/UE (c.d. *Payment Services Directive 2*, PSD2), attuata in Italia con d.lgs. 218/2017, il quale, modificando il d.lgs. 11/2010, introduce all'art. 12 del decreto da ultimo citato un regime di speciale protezione e di *favor* probatorio a beneficio degli utenti – consumatori e non –, i quali sono

---

<sup>39</sup> C. PONCIBÒ, *Il consumatore*, op. cit., pp. 734 ss.

<sup>40</sup> L'interpretazione estensiva dei motivi di svantaggio è stata prospettata in termini dubitativi da C. PONCIBÒ, *Il consumatore*, op. cit., p. 756.

<sup>41</sup> V. in generale N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ, H.-W. MICKLITZ, *Choice*, op. cit., pp. 178-179; sul c.d. *class-based approach* v. OECD, *Consumer vulnerability in the digital age*, OECD digital economy papers, June 2023, n. 355, pp. 12 ss.

tenuti al semplice disconoscimento delle operazioni di pagamento non autorizzate, mentre è onere del prestatore dei servizi di pagamento provare la regolare esecuzione e contabilizzazione dell'operazione e il dolo o la colpa grave dell'utilizzatore<sup>42</sup>.

L'art. 7, d.lgs. 11/2010, come modificato dal d.lgs. 218/2017, impone all'utente di adottare tutte le misure "ragionevoli" per proteggere lo strumento di pagamento e le credenziali di sicurezza, rinviando alla normale diligenza di cui all'art. 1176, comma 1, c.c. e attenuando pertanto la condotta richiesta rispetto al regime previgente, che si riferiva genericamente alle misure idonee<sup>43</sup>.

Tuttavia tali obblighi, il cui inadempimento può configurare colpa grave e comportare il mancato riaccredito delle somme oggetto di pagamenti non autorizzati, prescindono dal livello di alfabetizzazione finanziaria e di padronanza degli strumenti digitali dell'utente, nonostante questi possano incidere sulla capacità dell'utente di reagire a tentativi di indebito utilizzo degli strumenti di pagamento, talvolta di non facile identificazione come nel caso dello *spoofing* o del *vishing*, consistenti in SMS o chiamate apparentemente provenienti dall'intermediario<sup>44</sup>.

### 3. DAL CONSUMATORE RAZIONALE, INFORMATO E AVVEDUTO AL CONSUMATORE REALE?

Rispondendo al primo quesito, la Corte di giustizia sembra attenuare la rigidità della nozione di consumatore medio orientandosi verso un *benchmark* più flessibile.

In particolare, per la Corte il giudice deve sempre considerare caratteristiche reali nella valutazione della reazione del consumatore medio ad una pratica (par. 51), come ad esempio l'eventuale carenza informativa di quest'ultimo (par. 52) ed eventuali distorsioni cognitive (par. 53); per la Corte occorre considerare, soprattutto, che il livello di attenzione del consumatore medio varia in base alla tipologia di prodotti e servizi (par. 55) ed al settore del mercato (par. 56).

Alla luce di tali considerazioni, pare particolarmente importante il riferimento della Corte alla situazione di bisogno di chiede un finanziamento e alla complessità dei contratti in questione –

quelli assicurativi – quali elementi che devono essere considerati dal giudice del rinvio nella valutazione della slealtà della pratica commerciale attuata dall'intermediario.

Studi di *behavioural law and economics* hanno del resto dimostrato che l'offerta di una polizza assicurativa abbinata ad un altro servizio o all'acquisto di un bene crea una situazione di vulnerabilità definita "*situational*

---

<sup>42</sup> ABF, Coll. Coord., 10 ottobre 2019, n. 22745, in [www.arbitrobancariofinanziario.it](http://www.arbitrobancariofinanziario.it); U. MINNECI, *Pagamenti elettronici non autorizzati: la tutela del cliente alla luce degli orientamenti dell'ABF*, in *Giur. comm.*, 2022, 6, pp. 1052 ss.; F. MARASÀ, *Servizi di pagamento e responsabilità degli intermediari*, Giuffrè, Milano, 2020, pp. 110 ss.

<sup>43</sup> F. MARASÀ, *Servizi*, op. cit., pp. 112 ss.

<sup>44</sup> U. MINNECI, op. cit., pp. 1060 ss.; v. M. C. PAGLIETTI, *The Vulnerable Digital Payment Systems Consumer. A New Normative Standard?*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale* Competition and Payment Services, Conference Papers Banca d'Italia, Rome, 16-17 June 2022, Collection of contributions and writings by Vincenza Profeta, pp. 27 ss.



*monopoly*”, poiché l’acquisto del secondo servizio – quello assicurativo – avviene in un contesto che a differenza del primo non è concorrenziale, essendoci già un legame contrattuale, e per questo può comportare il pagamento di premi assicurativi più alti rispetto alla media, di cui i consumatori meno esperti possono essere inconsapevoli dato che non prestano attenzione al secondo contratto<sup>45</sup>.

In definitiva, la Corte supera l’equazione tra consumatore medio e *homo oeconomicus* razionale e per certi versi – pur non parlando espressamente di “vulnerabilità” – ridimensiona la distinzione tra il consumatore medio e quello vulnerabile attuata dalla direttiva 2005/29/CE, poiché ipotizza che, anche in mancanza di uno dei motivi di vulnerabilità cui all’art. 5, par. 3, dir. 2005/29/CE, un consumatore – pur “medio” – possa essere più esposto ad una pratica commerciale per altre caratteristiche personali, che individua in modo esemplificativo nello stato di bisogno del mutuatario, nella carenza informativa o nello scarso livello di attenzione a determinati prodotti o servizi.

Inoltre, se per la Corte di Giustizia il livello di attenzione del consumatore medio varia in ragione del settore del mercato, ne consegue che un consumatore che non è vulnerabile a una pratica in un settore del mercato può invece diventarlo in un altro, e che la vulnerabilità non dipende solo da fattori endogeni al consumatore, come postula l’art. 5, par. 3, dir. 2005/29, ma anche da fattori esogeni dovuti alla sua interazione col mercato.

Di conseguenza, seguendo tale ragionamento, un consumatore che non è vulnerabile quando accede a prodotti e servizi forniti tramite canali fisici, potrebbe esserlo qualora gli stessi prodotti e servizi siano forniti digitalmente perché ha poca educazione digitale: tipico è il caso degli anziani, maggiormente vulnerabili quando i servizi di pagamento sono forniti digitalmente e che non a caso presentano una spiccata preferenza per l’utilizzo del contante<sup>46</sup>.

Soprattutto, se trasponiamo il ragionamento della Corte di giustizia anche nel diverso ambito della direttiva 93/13/CE, ne segue che il giudizio sull’abusività delle clausole nei contratti b2c per mancanza di chiarezza e comprensibilità dovrà tenere conto delle caratteristiche concrete del consumatore, quali il livello di educazione finanziaria e la lingua.

La pronuncia della Corte di Giustizia sembra dunque intendere il concetto di consumatore medio in senso più aderente alla realtà, superando il precedente approccio che lo vedeva invece protagonista della costruzione del mercato tramite scelte sempre razionali, e ipotizzando che la vulnerabilità sia una condizione che può caratterizzare qualunque consumatore.

In questo senso la pronuncia pare maggiormente coerente – ma non coincidente – con le moderne teorie della vulnerabilità rispondenti al c.d. *state-based approach*, che ritengono quest’ultima una condizione universale

---

<sup>45</sup> T. BAKER, P. SIEGELMANN, *Behavioral economics and insurance law: the importance of equilibrium analysis*, in D. TEICHMAN, E. ZAMIR (a cura di), *Oxford Handbook of Behavioral Economics and the Law*, Oxford, 2014, pp. 17-18; v. N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ, H.-W. MICKLITZ, *Choice*, op. cit., pp. 192 ss.

<sup>46</sup> V. H. ESSELINK, L. HERNANDEZ, *The use of cash by households in the euro area*, *Occasional Paper Series*, November 2017, pp. 4 e 23-24.

dell'essere umano ma legata a fattori che possono essere anche provvisori, perché legati sia a fattori biologici (come l'età) sia a specifiche situazioni o forme di interazioni sociali esterne al consumatore<sup>47</sup>, come tali non preventivamente tipizzabili.

Tra le situazioni fonte di vulnerabilità si pensi, ad esempio, alla vulnerabilità digitale derivante dal trattamento automatizzato di dati personali tramite algoritmi, riguardante anche i servizi finanziari, come la consulenza finanziaria, o singole fasi dell'attività creditizia, come la valutazione del merito di credito.

Il trattamento automatizzato dei dati prodotti dalla navigazione *online* consente di conoscere le preferenze di acquisto dei consumatori e la loro reazione all'esposizione a determinate pubblicità o offerte, rendendo possibile non solo lo sfruttamento delle debolezze di soggetti non considerabili tali nel mondo *offline*, ma addirittura la creazione delle debolezze stesse<sup>48</sup>; basti pensare alla manipolazione delle interfacce *online* tramite le quali gli utenti accedono a beni o servizi, la quale, attraverso una accurata architettura delle scelte basata sul trattamento di dati, è in grado di trovare la migliore modalità presentazione di beni e servizi per indurre all'acquisto<sup>49</sup>.

#### 4. IL “CONSUMIDOR VULNERABLE” NELL’ORDINAMENTO SPAGNOLO.

Un esempio di un moderno approccio alla tutela dei soggetti vulnerabili è fornito dal legislatore spagnolo, che con il *Real Decreto Ley* 1/2021, convertito con la *Ley* 4/2022, ha inserito il concetto di consumatore vulnerabile all'interno dell'art. 3, comma 2, della *Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias* (LGDCU), approvata col *Real Decreto Legislativo* 1/2007<sup>50</sup>.

Con riferimento alla nozione di vulnerabilità, giova evidenziare che questa può derivare da necessità o circostanze personali, economiche, educative o sociali, anche di carattere temporaneo, che producano una

---

<sup>47</sup> Su queste teorie v. OECD, op. cit., pp. 11-12; M. RABITTI, *Il consumatore vulnerabile e la fragilità del diritto. Brevi considerazioni*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Settembre 2023, pp. 3 ss.; OECD, op. cit., 12 ss.; cfr. E. BATTELLI, *Vulnerabilità della persona e tutela del contraente*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, 5, p. 942.

<sup>48</sup> N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ, H.-W. MICKLITZ, *Choice*, op. cit., pp. 175 ss., spec. 186 ss.; G. RUBIO GIMENO, *Vulnerabilidad y digitalización en la contratación de consumo: la perspectiva española*, in *European Journal of Privacy Law and Technologies*, 2024, 1, pp. 60, spec. 67 ss.; v. E. BACCIARDI, *Lo standard*, op. cit., pp. 84 ss.

<sup>49</sup> N. HELBERGER, M. SAX, J. STRYCHARZ, H.-W. MICKLITZ, *Choice*, op. cit., pp. 175 ss., spec. pp. 186 ss.; v. E. BACCIARDI, *Lo standard*, op. cit., pp. 84 ss. V. in generale M. MAGGIOLINO, *Big data e prezzi personalizzati*, in *Concorrenza e Mercato*, 2016, pp. 96 ss.; v. G. SMORTO, *The Protection of the Weaker Parties in the Platform Economy*, in N. M. DAVIDSON, M. FINCK, J. I. INFRANCA (a cura di), *The Cambridge Handbook of the Law of the Sharing Economy*, Cambridge University Press, 2018, pp. 433-434.

<sup>50</sup> Per un commento alla riforma v., nella dottrina spagnola, M. J. MARÍN LOPEZ, *El concepto de consumidor vulnerable en el texto refundido de la ley general para la defensa de los consumidores y usuarios*, in *Revista Cesco de Derecho de Consumo*, 2021, 37, pp. 112 ss.; M. L. PALAZÓN GARRIDO, *¿Existe un estatuto del consumidor vulnerable tras la reforma del texto refundido de la ley general para la defensa de los consumidores y usuarios?* in *Revista de Derecho Civil*, 2023, 4, pp. 200 ss.; R. BARCELÒ COMPTE, *El consumidor especialmente vulnerable: de la protección class-based a la protección state-based*, in *Actualidad Jurídica Iberoamericana*, 2022, 16, pp. 626 ss.; G. RUBIO GIMENO, *Vulnerabilidad*, op. cit., pp. 65 ss.

speciale situazione di subordinazione o di mancanza di protezione che impedisce l'esercizio dei diritti di consumatori in condizioni di parità.

Il legislatore spagnolo affianca tale definizione a quella generale di *consumidores* o *usuarios* quali «*personas físicas que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión*», così ponendo alcuni problemi di coordinamento tra le due definizioni. Invero, l'inserimento di una nozione di *consumidor vulnerable* separata e l'utilizzo di una diversa terminologia nell'art. 3, comma 2, LGDCU, che a differenza del comma 1 si riferisce alle «*personas*» *consumidoras vulnerables*, ha indotto la dottrina a chiedersi se il richiamo alla persona implichi un ambito di applicazione soggettivo esteso anche ai contraenti che stipulino il contratto nell'ambito della loro attività commerciale, imprenditoriale o professionale, sebbene la maggior parte dei commentatori ritenga che vi sia una relazione di specialità tra le due definizioni e che, pertanto, il *consumidor vulnerable* possa essere solo un consumatore<sup>51</sup>.

La riforma del legislatore spagnolo si lascia apprezzare per l'adozione di una nozione di vulnerabilità del consumatore dinamica e multi-dimensionale, superando sia l'approccio casistico alla vulnerabilità codificato nella direttiva sulle pratiche commerciali scorrette, sia il tipico approccio europeo volto alla standardizzazione degli obblighi informativi; come si illustrerà, invece, nonostante la varietà delle fonti di vulnerabilità, non si supera ancora il modello regolatorio europeo basato sulla semplice eliminazione delle asimmetrie informative<sup>52</sup>.

Il preambolo alla *Ley 4/2022* fornisce un elenco di consumatori vulnerabili – tra i quali i migranti e i richiedenti protezione internazionale, i disabili, le minoranze linguistiche, i disoccupati, le vittime di violenza di genere –, e di circostanze fonte di vulnerabilità, come le scarse competenze linguistiche e i problemi connessi all'uso delle nuove tecnologie. Si tratta però di un elenco non esaustivo, come si evince dal rinvio ad ogni circostanza che comporti uno svantaggio nei rapporti di consumo, e che sottintende l'adozione di un concetto dinamico di vulnerabilità, come dimostra il richiamo alla circostanza che un consumatore può essere vulnerabile in un settore del mercato ma non in un altro.

La nozione di consumatore vulnerabile così enucleata ha però conseguenze applicative rilevanti solo in materia di informazione precontrattuale, se si eccettuano le norme programmatiche contenute nei nuovi artt. 8 e 17, comma 3, LGDCU, dedicate rispettivamente ai doveri delle autorità pubbliche di promuovere politiche a tutela dei consumatori vulnerabili, e di tenere conto delle fonti di tali vulnerabilità nelle attività di formazione ed educazione di questi ultimi.

Come si è detto, una delle cause dell'esclusione finanziaria dei migranti è la standardizzazione degli obblighi informativi previsti dalle direttive europee<sup>53</sup>: come emerge dal considerando 34 della direttiva 2011/83/UE, l'obbligo informativo è spesso ridotto alla mera consegna di un modulo con le informazioni legalmente previste, lasciando fuori ogni apprezzamento dell'adeguatezza del comportamento del professionista

---

<sup>51</sup> M. J. MARÍN LOPEZ, *El concepto*, op. cit., pp. 112 ss.; M. L. PALAZÓN GARRIDO, *¿Existe*, op. cit., pp. 206 ss.

<sup>52</sup> In tal senso M. L. PALAZÓN GARRIDO, *¿Existe*, op. cit., p. 216.

<sup>53</sup> G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria*, op. cit., 17 ss.

nei confronti di *quel* consumatore<sup>54</sup>.

Esemplari in tal senso sono il c.d. Prospetto Informativo Europeo Standardizzato (PIES), nel settore del credito immobiliare al consumo, e le Informazioni Europee di Base sul Credito ai Consumatori, nel settore del credito al consumo, che il finanziatore o l'intermediario del credito devono fornire al consumatore ai sensi, rispettivamente, degli artt. 120-*novies*, comma 2 e 124, comma 2, t.u.b. Il contenuto di tali documenti informativi è infatti interamente predeterminato dagli allegati 4E e 4C alle Disposizioni di Trasparenza della Banca d'Italia ed essi pertanto si presentano come moduli standardizzati precompilati, cui non è possibile apportare modifiche considerata anche la natura di armonizzazione massima della direttiva 2008/48/UE e dell'art. 14, parr. 8 e 9 della dir. 2014/17/UE.

Si pensi poi al documento contenente le informazioni chiave per i prodotti di investimento preassemblati (PRIIP) di cui al reg. 2014/1286/UE<sup>55</sup>, che predetermina la lingua di redazione – una di quelle ufficiali dello Stato membro di distribuzione del PRIIP o una di quelle accettate dalle autorità dello Stato membro – e persino il formato di stampa – A4, massimo tre facciate –, impedendo così che l'informazione possa essere personalizzata in base alle esigenze del consumatore – ad esempio, fornendola nella lingua del migrante –.

Vero è che la normativa europea sui servizi di credito e sui servizi di investimento ha da tempo superato un modello di tutela incentrato solo sulla *mandatory disclosure* imponendo anche agli intermediari forme di assistenza qualificata<sup>56</sup>. Così, valorizzando l'obbligo di fornire chiarimenti adeguati (art. 120-*novies*, comma 5, t.u.b., in materia di credito immobiliare ai consumatori, e 124, comma 5, t.u.b., in materia di credito al consumo), e l'obbligo di servire al meglio l'interesse del cliente in relazione ai suoi bisogni “particolari” (art. 120-*septies* t.u.b., in materia di credito immobiliare ai consumatori), pare possibile imporre agli intermediari obblighi di comportamento più rigorosi nei confronti di consumatori portatori di vulnerabilità specifiche, come ad esempio la spiegazione del contenuto del contratto in una lingua comprensibile a questi ultimi.

Tuttavia si tratta appunto di normative settoriali certamente non estendibili ai servizi di pagamento o comunque al di fuori dei servizi di credito, dei servizi di investimento e di assicurazione, i quali pure per effetto delle direttive MiFID I e II e 2016/97/UE sono soggetti al modello della “spiegazione” del contratto e degli obblighi di informazione “passiva”<sup>57</sup>.

In contrasto con la generale standardizzazione degli obblighi informativi precontrattuali, la *Ley* 4/2022

---

<sup>54</sup> Così R. ALESSI, *Gli obblighi di informazione tra regole di protezione del consumatore e diritto contrattuale europeo uniforme e opzionale*, in *Eur. dir. priv.*, 2013, 2, p. 325. In senso analogo v. S. PAGLIANTINI, *Il credito al consumo tra vecchi e nuovi formalismi*, in G. DE CRISTOFARO (a cura di), *La nuova disciplina europea del credito al consumo. La direttiva 2008/48/Ce relativa ai contratti di credito ai consumatori e il diritto italiano*, Giappichelli, Torino, 2009, pp. 105-106.

<sup>55</sup> Per un commento al regolamento v. V. COLAERT, *The Regulation of PRIIPs: Great Ambitions, Insurmountable Challenges?*, in *Journal of Financial Regulation*, 2016, 2, pp. 203 ss.

<sup>56</sup> V. in generale R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., pp. 15 ss.

<sup>57</sup> Sulla protezione del cliente in questi settori del mercato v. R. NATOLI, *Il contratto*, op. cit., pp. 87 ss., spec. 131 ss.; sulla MiFID II v. F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Rivista delle Società*, 2018, pp. 1100 ss.; sulla direttiva 2016/97/UE in materia di distribuzione assicurativa v. P. CORRIAS, *Profili generali della nuova disciplina recata dalla Direttiva 2016/97/EU*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2018, 2, pp. 158 ss.

pare invece adattare la modalità dell'informazione in base alle esigenze dei consumatori vulnerabili.

Ad esempio, il nuovo comma 2 dell'art. 20, LGDCU, dedicato alle pratiche commerciali *b2i*, prevede che le informazioni sull'imprenditore, sulle caratteristiche del bene o del servizio e sul prezzo, devono essere fornite «a los consumidores o usuarios, principalmente cuando se trate de personas consumidoras vulnerables, en términos claros, comprensibles, veraces y en un formato que garantice su accesibilidad, de forma que aseguren su adecuada comprensión y permitan la toma de decisiones óptimas para sus intereses».

In altri termini, la chiarezza e la comprensibilità dell'offerta commerciale non sono più parametrize al consumatore medio, ma al consumatore vulnerabile, cosicché le stesse informazioni dovranno essere fornite con una terminologia adeguata al diverso livello di alfabetizzazione generale e finanziaria del consumatore e, nel caso di migranti, in una lingua a questi ultimi comprensibile. Non è dunque una forma di *personalized law*, per usare una terminologia in voga nella dottrina americana, e cioè di creazione di una regola giuridica diversa per ciascun individuo – che in questo caso comporterebbe la fornitura di informazioni diverse –, ma è senz'altro una previsione che spinge verso una *personalized mandatory disclosure*<sup>58</sup> e la considerazione della debolezza concreta del singolo individuo al di là dell'appartenenza ad una categoria di contraenti.

In sostanza, poiché la direttiva 93/13/CE è di armonizzazione parziale, sfruttando tale spazio di manovra il legislatore spagnolo ha elevato lo standard del requisito di chiarezza e comprensibilità espresso dall'art. 5, dir 93/13/CE, che per la Corte di giustizia ha riguardo al consumatore medio<sup>59</sup>, richiedendo che le informazioni siano chiare e comprensibili anche per un consumatore meno attento e avveduto di quello medio.

L'esigenza di un'informazione personalizzata emerge anche dal nuovo comma 1 dell'art. 60 LGDCU, inserito nel *Titulo I* sui contratti tra professionisti e consumatori e utenti, tra i quali l'art. 59-bis, comma 1, lett. p) annovera anche quelli relativi ai servizi finanziari e ai servizi di pagamento. L'art. 60, comma 1, dedicato all'informazione precontrattuale nei contratti con i consumatori, prevedendo che l'informazione contrattuale sia chiara e comprensibile «principalmente cuando se trate de personas consumidoras vulnerables», calibra quest'ultima sul consumatore vulnerabile e prevede anche l'obbligo di fornire a quest'ultimo la «asistencia necesaria, de forma que aseguren su adecuada comprensión y permitan la toma de decisiones óptimas para sus intereses».

Tale disposizione è di estrema rilevanza, perché estende ai servizi di pagamento obblighi di assistenza qualificata al contraente non professionale diretti all'assimilazione delle informazioni e all'assunzione di decisioni adeguate ai suoi interessi fin'ora limitati dalla normativa europea ai contratti di credito al consumo, di credito immobiliare al consumo, assicurativi e relativi a strumenti finanziari.

Peraltro, a differenza della nozione generale di vulnerabilità di cui all'art. 3, comma 2, LGDCU, l'art. 60

---

<sup>58</sup> V. O. BEN SHAHAR, A. PORAT, *Personalized*, op. cit., pp. 1, 8, 12.

<sup>59</sup> V. CGUE, 5 giugno 2019, causa C-38/17, cit., e E. VALLETTA, *Finanziamenti*, op. cit., pp. 20 ss.; CGUE, 20 settembre 2017, causa C-186/16, cit., e M. F. CAMPAGNA, *Contratto*, op. cit., pp. 502 ss.; CGUE, 20 settembre 2018, causa C-51/17, cit.; CGUE, 30 aprile 2014, causa C-26/13, cit. e il commento di S. PAGLIANTINI, *L'equilibrio*, op. cit., pp. 853 ss.; v. G. D'AMICO, *La Corte*, op. cit., pp. 5 ss.; A. DALMARTELLO, *Appunti*, op. cit., pp. 279 ss.

comma 1 pare non limitare il suo ambito applicativo – e, dunque, l’obbligo di fornire spiegazioni sul contenuto del contratto – alle sole relazioni con consumatori vulnerabili, come si evince dall’avverbio “principalmente”.

Del resto, alla luce della concezione ampia di vulnerabilità accolta dal legislatore spagnolo all’art. 3, comma 2, LGDCU, che include ragioni sociali, economiche, personali, la limitazione della protezione avverso tali vulnerabilità ai soli consumatori non pare opportuna, dato che, come illustrato sopra, la vulnerabilità può essere una condizione universale di ogni contraente, soprattutto in determinati ambiti del mercato come quello dei servizi di pagamento digitali.

In altri termini, se le persone consumatrici vulnerabili sono tali «por sus características, necesidades o circunstancias personales, económicas, educativas o sociales», che producono anche settorialmente o temporaneamente una «especial situación de subordinación, indefensión o desprotección que les impide el ejercicio de sus derechos [...] en condiciones de igualdad», mentre invece «il consumatore [...] è debole perché non sa, e questa sua ignoranza spazia dai contenuti dell’affare [...] alle modalità anche procedurali con cui egli è chiamato ad esprimere la propria volontà [...]»<sup>60</sup>, ne consegue che il fallimento del mercato da eliminare non è solo l’asimmetria informativa e, pertanto, non ha senso limitare la tutela avverso le vulnerabilità economiche, personali, educative o sociali ai soli contraenti consumatori.

Inoltre, tale delimitazione soggettiva pare in contraddizione con l’intento di fornire una protezione “orizzontale” e *cross-sectoral* ai soggetti vulnerabili, dato che numerose normative, di matrice europea e non, riconoscono la necessità di proteggere anche i contraenti professionali<sup>61</sup>, o alla luce della complessità della materia e della natura dei beni negoziati – è il caso dei clienti al dettaglio e di quelli professionali protetti nella normativa sui servizi di investimento contenuta nella MiFID II<sup>62</sup> – o perché bisogna incrementare la fiducia nei pagamenti digitali – è il caso della protezione dell’utente dei servizi di pagamento –<sup>63</sup>, o perché il contraente esercente attività di impresa si trova in una posizione di dipendenza economica nei confronti dell’impresa fornitrice<sup>64</sup>; in quest’ultimo caso è peraltro evidente come venga in rilievo una “vulnerabilità economica”.

Il concetto di vulnerabilità di cui all’art. 3, comma 2, LGDCU risulta poi particolarmente indeterminato e non è nemmeno chiarito dall’elencazione non esaustiva nel preambolo alla *Ley* 4/2022<sup>65</sup>.

---

<sup>60</sup> Così A.M. BENEDETTI, voce *Contratto asimmetrico*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, p. 374.

<sup>61</sup> V. V. ROPPO, *Contratto di diritto comune, contratto del consumatore, contratto con asimmetria di potere contrattuale: genesi e sviluppi di un nuovo paradigma*, in *Riv. dir. priv.*, 2001, 4, pp. 769 ss.; V. ROPPO, *Parte generale del contratto, contratti del consumatore e contratti asimmetrici (con postilla sul «terzo contratto»)*, in *Riv. dir. priv.*, 2007, 4, pp. 669 ss.

<sup>62</sup> V. R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”*, cit., pp. 53-75 e 98 ss.

<sup>63</sup> U. MINNECI, op. cit., 1052 ss.; cfr. ABF, Coll. Coord., 10 ottobre 2019, n. 22745, cit.

<sup>64</sup> V. R. NATOLI, *L’abuso di dipendenza economica. Il contratto e il mercato*, Jovene, Napoli, 2004, pp. 1 ss., spec. 11 ss.; ID., *L’abuso di dipendenza economica*, in *Trattato dei contratti, V. Mercati regolati*, diretto da V. Roppo, Milano, 2014, pp. 377 ss.

<sup>65</sup> J. A., GARCÍA HERNANDO, *La falta de concreción y determinación del concepto de consumidor vulnerable en el RDL 1/2021*, *Diario La Ley*, n° 9858, 26 mayo 2021.



## 5. CONCLUSIONI E INDICAZIONI *DE IURE CONDENDO*.

Alla luce della recente giurisprudenza della Corte di giustizia e delle indicazioni di diritto comparato può affermarsi che la visione dei consumatori quali soggetti razionali e normalmente informati sia in via di superamento, e che conseguentemente le specifiche caratteristiche e vulnerabilità debbano essere considerate per valutare la correttezza delle pratiche commerciali e la chiarezza e la comprensibilità delle clausole contrattuali.

Confrontando l'ordinamento italiano con quello spagnolo si può sottolineare come anche nel nostro ordinamento vi siano indizi dell'esistenza della figura del consumatore vulnerabile, in particolare all'interno delle normative sui servizi bancari<sup>66</sup>.

Ad esempio l'art. 111, comma 3, t.u.b, che disciplina il microcredito c.d. "sociale," conferisce rilievo alla vulnerabilità economico-sociale delle persone fisiche che ricevono il finanziamento, le quali, stipulando il contratto per soddisfare bisogni essenziali familiari e al di fuori di un'attività professionale o imprenditoriale, non possono che essere qualificate come consumatori; questi ultimi possono usufruire di un finanziamento senza dover prestare garanzie e con un TAEG soggetto ai limiti di cui agli artt. 5 e 11, d.m. 176/2014, come la mancanza di remuneratività e l'idoneità al mero recupero delle spese<sup>67</sup>. Ancora, la vulnerabilità-economica sociale del consumatore è il presupposto per la applicazione del diritto di usufruire gratuitamente del conto di pagamento di base, ai sensi dell'art. 126 *vicies-quater* t.u.b.

A differenza di quella prevista dal legislatore spagnolo si tratta però di discipline settoriali che si basano su presupposti disomogenei, come la disoccupazione, la sospensione dal lavoro, la contrazione del reddito nel caso del microcredito, e il livello dell'ISEE previsto dall'art. 4 del decreto MEF 70/2018 nel caso del conto di pagamento di base; come quella spagnola, si tratta poi di discipline che si applicano esclusivamente ai consumatori.

Basti pensare che un contraente straniero, da poco integrato in Italia, che chieda un finanziamento per avviare una piccola attività, o che chieda l'apertura di un conto di pagamento necessario a gestire i flussi di cassa connessi a tale attività, non sarà considerato vulnerabile nei confronti della banca o del prestatore di servizi di pagamento, nonostante si trovi nella medesima condizione di debolezza – economico-sociale, linguistica e di scarsa alfabetizzazione finanziaria – di un consumatore.

Poiché le normative dei servizi bancari e finanziari sono per lo più l'attuazione di direttive di armonizzazione massima, se si eccettua la 2014/17/UE, l'inclusione finanziaria dei soggetti vulnerabili, come i migranti, richiederebbe invece di codificare la figura del cliente vulnerabile a livello generale tramite una

---

<sup>66</sup> G. MATTARELLA, *L'inclusione finanziaria degli immigrati*, cit., pp. 127 ss.; v. in senso contrario L. MODICA, *Effetti*, op. cit., pp. 396-397.

<sup>67</sup> Per un commento alla disciplina del microcredito v. F. PIRAINO, *Il microcredito*, in F. PIRAINO, S. CHERTI (a cura di), *I contratti bancari*, Giappichelli, Torino, 2016, pp. 311 ss.; E. BANI, *Microcredito*, in F. CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, cit., pp. 1637 ss.; G. A. VENTO, G. C. VECCHIO, *Il microcredito in Italia: alcune riflessioni per un assetto regolamentare efficace*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2014, pp. 118 ss.

normativa orizzontale e trasversale di matrice europea.

L'esigenza di una nozione generale e applicabile trasversalmente ai vari settori del mercato deriva anche dalla attuale esistenza di differenti definizioni di consumatori vulnerabili nella normativa europea e in quelle nazionali che pregiudica l'uniformità della tutela dei soggetti vulnerabili.

Si pensi, ad esempio, ad un settore fondamentale per l'inclusione sociale come quello dell'energia elettrica, recentemente disciplinato a livello europeo dalla dir. 2019/944/UE, che codifica all'art. 28 la figura del cliente vulnerabile di energia elettrica, ma lascia a ciascuno Stato membro la libertà di definire il concetto di cliente vulnerabile facendo riferimento ai livelli di reddito, alla quota del reddito destinata alle spese per l'energia, all'efficienza energetica delle abitazioni, alla dipendenza dalle apparecchiature elettriche per motivi di salute o ad altri criteri.

Il legislatore spagnolo, con gli artt. 3 e 4 del *Real Decreto* 897/2017, ha introdotto rispettivamente le definizioni di consumatore vulnerabile di energia elettrica e di consumatore a rischio di esclusione sociale; in Francia, infine, il legislatore ha introdotto l'art. 115-3 del *Code de l'action sociale et des familles*, che tutela il consumatore il quale, a causa delle proprie difficoltà economiche, non riesca a pagare la fornitura di energia elettrica, acqua e utenze telefoniche.

Una nozione di cliente vulnerabile si rivelerebbe poi particolarmente utile a fronte del ruolo crescente dell'intelligenza artificiale per lo svolgimento della valutazione del merito creditizio e della digitalizzazione dell'offerta di servizi finanziari, che espone i migranti a condizioni contrattuali inique volte a sfruttarne il maggior bisogno di accesso al credito, poichè i *Big Data* rendono possibile conoscere il prezzo al quale un consumatore è disposto ad acquistare un bene o un servizio<sup>68</sup>, e a discriminazioni di prezzo<sup>69</sup>.

Vero è che il principale rischio per i migranti è la discriminazione ad opera di algoritmi che, ad esempio, presentino loro delle offerte personalizzate di finanziamento applicando un prezzo maggiore a causa della nazionalità, dell'etnia o di altre caratteristiche associate al rischio di *default* dall'algoritmo, la cui opacità può impedire qualsiasi tutela, soprattutto nel caso di algoritmi *machine learning* che si evolvono nel tempo<sup>70</sup>.

Vero è poi che dal punto di vista del contrasto alle discriminazioni rappresenta un passo in avanti la nuova direttiva sul credito al consumo (dir. 2023/2225/UE), che, vietando all'art. 18 il trattamento di dati sensibili, quali quelli biometrici o tutti quelli idonei a rivelare l'origine razziale, etnica o le convinzioni religiose, e vietando all'art. 19 di inserire tali dati nelle banche dati creditizie, impedisce di utilizzare tali dati per l'addestramento degli algoritmi e per negare l'accesso ad un finanziamento.

Tuttavia anche la normativa italiana anti-discriminatoria di cui al d.lgs. 286/1998 e al d.lgs. 215/2003, come già quella consumeristica di origine europea, adotta l'approccio *class-based* sopra menzionato, anche se nel

---

<sup>68</sup> M. MAGGIOLINO, *Big data*, op. cit., 2016, pp. 96 ss.

<sup>69</sup> G. SMORTO, *The protection*, op. cit., 433-434.

<sup>70</sup> V. S. BAROCAS, A. D. SELBST, *Big Data's*, op. cit., p. 693; D. K. CITRON, F. PASQUALE, op. cit., 13-14. F. PASQUALE, *The Black box Society. The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard University Press, Harvard, 2015, pp. 101 ss.



condivisibile intento di identificare con rigore i contorni di un divieto – quello di non discriminare negli atti di autonomia privata – che limita l'autonomia contrattuale e che, pertanto, non può estendersi a fattori diversi da quelli legalmente codificati<sup>71</sup>.

Di conseguenza, anche il divieto di discriminazione così com'è attualmente potrebbe non tutelare completamente i clienti vulnerabili sottoposti a trattamenti automatizzati di dati, qualora le condizioni contrattuali inique applicate dall'algoritmo non costituiscano discriminazioni per i motivi vietati dalla legge, ma derivino dallo sfruttamento di una situazione di debolezza temporanea –ad esempio, la situazione di precarietà lavorativa, lo scarso reddito, le condizioni di stress dovute a torture subite durante il percorso migratorio o l'essere vittime di tratta di esseri umani– non legata ad un fattore come nazionalità, sesso, etnia o religione.

Una definizione *cross-sectoral* di cliente vulnerabile nell'accesso ai servizi bancari e finanziari dovrebbe, dunque, prescindere dalla qualifica di consumatore e codificare varie dimensioni di vulnerabilità – sociale, economica, culturale, di alfabetizzazione finanziaria e digitale – senza limitarle all'appartenenza ad una determinata categoria – ad esempio, come anziani e minori<sup>72</sup> –. Onde evitare però l'indeterminatezza del legislatore spagnolo, in tema di vulnerabilità economica si potrebbero individuare dei parametri oggettivi basati sul patrimonio o sul reddito, come ad esempio ha fatto il legislatore italiano all'art. 126 *vicies-quater* t.u.b., attribuendo ad un decreto MEF il potere di determinare i clienti aventi diritto alla fornitura gratuita di un conto di pagamento di base, poi individuati dall'art. 4 del decreto MEF 70/2018 nei consumatori con ISEE fino a 11.600 euro.

In tema di vulnerabilità digitale si potrebbe individuare l'età avanzata quale fattore esemplificativo di debolezza del contraente, cercando di individuare delle soglie dotate di qualche flessibilità, per evitare da un lato l'eccessiva indeterminatezza del perimetro soggettivo delle tutele<sup>73</sup> e dall'altro di introdurre degli automatismi.

Tale nuova categoria dovrebbe essere accompagnata dall'introduzione di obblighi di chiarezza e comprensibilità delle informazioni precontrattuali parametrati al cliente vulnerabile, analogamente a quanto previsto dal legislatore spagnolo.

La categoria del cliente vulnerabile dovrebbe però avere delle ricadute anche al di là degli obblighi informativi precontrattuali, permettendo, ad esempio, di graduare il giudizio di negligenza dell'utente in caso di pagamenti non autorizzati sulla base dell'effettivo livello di educazione digitale e finanziaria<sup>74</sup>.

Ancora, la vulnerabilità digitale e la scarsa educazione finanziaria potrebbero imporre anche in materia di servizi di pagamento obblighi di assistenza al cliente vulnerabile simili a quelli previsti per i servizi di credito al consumo, per esempio sotto forma di assistenza in presenza presso la filiale dell'intermediario; in questo senso

---

<sup>71</sup> L'interpretazione restrittiva è sostenuta da D. MAFFEIS, *Offerta al pubblico*, op. cit., pp. 179 ss.

<sup>72</sup> Diversa è la proposta di E. BATTIELLI, *Vulnerabilità*, op. cit., p. 967, che «auspica, pertanto, la costruzione di un diritto comune dei “soggetti vulnerabili” (minori, anziani, portatori di handicap, ecc.), che si approcci in maniera più duttile agli “istituti di protezione”, distinto da quello meramente patrimoniale che oggi pervade le diverse situazioni negoziali di “semplice” debolezza informativa o di disparità di potere contrattuale».

<sup>73</sup> In tal senso M. C. PAGLIETTI, *The Vulnerable*, op. cit., pp. 34 ss., in materia di servizi di pagamento.

<sup>74</sup> In tal senso M. C. PAGLIETTI, *The Vulnerable*, op. cit., pp. 38-39.

depone la terza disposizione addizionale della *Ley 4/2022*, che impegna il Governo Spagnolo a promuovere, in coordinamento con il *Banco de España* e rappresentanti del settore, «Cuantas medidas se consideren necesarias para garantizar la atención presencial a las personas de mayor edad, y a todos aquellos colectivos para los que el acceso a los servicios financieros a través de las nuevas tecnologías constituya un motivo de exclusión financiera».

Vero è che ai prestatori di servizi di pagamento operanti nell'ordinamento italiano si applicano gli obblighi di *product governance* derivanti dal recepimento degli orientamenti EBA del 22 marzo 2016<sup>75</sup>, avvenuto con modifica del provvedimento “Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti” adottato il 29 luglio 2009<sup>76</sup>.

Già *de iure condito*, dunque, nell'elaborazione e nell'offerta dei servizi e degli strumenti di pagamento digitali i produttori dovranno tenere conto delle caratteristiche dei clienti e dei pregiudizi che essi possono subire a causa dei prodotti, al fine di individuare un *target market* positivo e un *target market* negativo<sup>77</sup>, che tengano conto della coerenza dei prodotti rispetto alle caratteristiche e al grado di alfabetizzazione finanziaria del mercato di riferimento<sup>78</sup>. Si tratta, tuttavia, di regole attinenti al design ed alla distribuzione degli strumenti di pagamento e non alla fase di informazione precontrattuale.

Nella direzione di una maggiore tutela degli utenti vulnerabili nei servizi di pagamento depone la recente direttiva 2019/882<sup>79</sup>, attuata in Italia con il d.lgs. 82/2022, il cui art. 3 prevede, in virtù del rinvio all'art. 1, comma 3, che nell'erogazione dei servizi di pagamento erogati ai consumatori si debba tenere conto delle esigenze dei soggetti disabili, rispettando i requisiti di accessibilità di cui all'allegato I, sezioni III e IV. Si prevede, in particolare, la fornitura di informazioni comprensibili sul funzionamento del servizio attraverso più di un canale sensoriale, l'utilizzo di siti *web* accessibili, comprese *app online* e servizi per dispositivi mobili, e la necessità di rendere disponibili servizi di assistenza anche telefonica.

---

<sup>75</sup> EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti sui dispositivi di governance e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio*, EBA/GL/2015/18, 22/03/2016, consultabili al seguente link: [https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1412678/4a6942fc-a9c6-481a-afe8-885ecd2f3255/EBA-GL-2015-18%20Guidelines%20on%20product%20oversight%20and%20Governance\\_IT.pdf?retry=1](https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1412678/4a6942fc-a9c6-481a-afe8-885ecd2f3255/EBA-GL-2015-18%20Guidelines%20on%20product%20oversight%20and%20Governance_IT.pdf?retry=1); v. anche EUROPEAN BANKING AUTHORITY, SECOND EBA REPORT ON THE APPLICATION OF THE GUIDELINES ON PRODUCT OVERSIGHT AND GOVERNANCE (POG) ARRANGEMENTS (EBA/GL/2015/18), EBA/REP/2020/28, 4 e 13. Si veda anche EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti sui dispositivi di governance e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio*, EBA/GL/2015/18, 22/03/2016, 1 ss.

<sup>76</sup> Provvedimento del 5 dicembre 2018, che apporta modifiche al Provvedimento del 29 luglio 2009 e successive modifiche (“Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”).

<sup>77</sup> Banca d'Italia, Provvedimento del 29 luglio 2009 e successive modifiche (“Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”), sez. XI, par. 1 bis.1.

<sup>78</sup> Banca d'Italia, Provvedimento del 29 luglio 2009 e successive modifiche (“Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti”), sez. XI, par. 1 bis.2.

<sup>79</sup> DIRETTIVA (UE) 2019/882 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 17 aprile 2019 sui requisiti di accessibilità dei prodotti e dei servizi.

Tuttavia attuando alla lettera la direttiva il d.lgs. 82/2022 ha il limite di utilizzare *standard* generici come accessibilità, percepibilità e comprensibilità, che complicano sia la *compliance* degli intermediari sia l'eventuale sindacato giurisdizionale sulla corretta erogazione del servizio.

L'estensione del modello della "spiegazione", attualmente previsto solo per i servizi di credito, di investimento e di assicurazione<sup>80</sup>, ai servizi di pagamento resi agli utenti vulnerabili troverebbe dunque una sua giustificazione nella crescente digitalizzazione dei pagamenti, che certamente ne ha complicato il funzionamento e la comprensione rispetto al semplice utilizzo del contante tanto da richiedere obblighi di governo del prodotto.

La digitalizzazione, infatti, ha sostanzialmente impattato, complicandola, sull'essenza del pagamento non solo rispetto alla *traditio pecuniae* ma anche rispetto al paradigma dell'adempimento mediato dalla banca, tanto che già da tempo autorevole dottrina evidenziava la prevalenza, nella prestazione del servizio di pagamento, del contenuto tecnologico e dell'appalto di servizi rispetto al paradigma puro del mandato<sup>81</sup>.

Basti pensare ai sistemi di pagamento basati sulla *blockchain*, valutati dalla BCE anche per l'emissione e il trasferimento dell'Euro digitale sebbene il loro funzionamento sia attualmente poco conosciuto dalla maggior parte degli utenti.

---

<sup>80</sup> R. NATOLI, *Il contratto*, op. cit., 87 ss.

<sup>81</sup> V. SANTORO, *Il conto corrente bancario: Artt. 1852-1857*, in *Codice civile. Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992, pp. 45 ss. Sul passaggio dai pagamenti in contanti ai pagamenti digitali v. in generale B. INZITARI, voce «Moneta», in *Dig. disc. priv.*, XI, Torino, 1994, pp. 397 ss.; ID., *Delle obbligazioni pecuniarie. Art. 1277-1284*, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca*, a cura di Francesco Galgano, Bologna-Roma, 2011, pp. 1 ss.; ID., *L'adempimento dell'obbligazione pecuniaria nella società contemporanea: tramonto della carta moneta e attribuzione pecuniaria per trasferimento della moneta scritturale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 2, pp. 133 ss.; A. DI MAJO, *Le obbligazioni pecuniarie*, Giappichelli, Torino, 1996, pp. 269 ss.; ID., *I pagamenti senza denaro contante nella cashless society*, in *Corr. giur.*, 2008, 4, pp. 504 ss.; G. LEMME, *La rivoluzione copernicana della cassazione: la moneta legale, dunque, non coincide con la moneta fisica*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, 5, pp. 562 ss.; G. MARINO, *Dalla traditio pecuniae ai pagamenti digitali*, Giappichelli, Torino, 2018, pp. 9 ss.

# ***GOVERNANCE SANITARIA E GOLDEN POWER***

**Diego Rossano  
Andrea Sacco Ginevri**

# *Governance sanitaria e golden power \**

## *(Healthcare governance and golden power)*

Diego Rossano\*\*

Professore Ordinario in Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi di Napoli Parthenope

Andrea Sacco Ginevri\*\*

Professore Ordinario in Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi Roma Tre

### **ABSTRACT [En]:**

The paper examines the extension of golden powers to the healthcare sector, showing how the pandemic crisis accelerated the inclusion of health among the nation's strategic areas. The analysis conducted by the authors illustrates the impact of this "emergency-driven" on healthcare governance and how it reflects the renewed role of the State in areas that are crucial to socio-economic balance.

**Keywords:** golden powers; healthcare governance; pandemic crisis; State.

### **ABSTRACT [It]:**

Il contributo esamina l'estensione dei *golden powers* al settore sanitario, evidenziando come la crisi pandemica abbia accelerato l'inclusione della salute tra i settori strategici nazionali. L'analisi condotta dagli autori consente di comprendere l'impatto che tale circostanza "emergenziale" ha avuto sulla *governance* sanitaria e come si esprima il rinnovato protagonismo dello Stato in ambiti (così) cruciali per l'equilibrio socioeconomico.

**Parole chiave:** *golden powers*; *governance* sanitaria; crisi pandemica; Stato.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. — 2. I settori strategici dell'economia. — 3. (*Segue*): le modifiche normative più recenti. — 4. Le peculiarità del settore della salute. — 5. (*Segue*): e l'impatto sulla *governance* sanitaria. — 6. Considerazioni conclusive.

## **1. PREMESSA**

Il percorso di progressivo ampliamento dei settori strategici dell'economia, come tali assoggettati ai poteri speciali del Governo, ha interessato, in Italia, anche quello della salute e, di conseguenza, la *governance* sanitaria.

Ciò è dipeso dal combinato effetto dell'art. 4, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2019/452<sup>1</sup> e dell'art. 2, comma 1-ter, del d.l. 21/2012<sup>2</sup>.

Per i cultori del diritto dell'economia, quello dei poteri speciali dello Stato è un tema ampiamente indagato, anche se, a dire il vero, raramente con riferimento al settore della salute.

Tuttavia, proprio l'emergenza sanitaria del Covid-19<sup>3</sup> ha contribuito all'inarrestabile ascesa<sup>4</sup> dei *golden powers* in numerosi ordinamenti nazionali, Italia inclusa, nella dichiarata convinzione che il potenziamento delle prerogative governative in materia potesse impedire «*acquisti predatori di attività strategiche da parte di investitori esteri*»<sup>5</sup>.

Di qui gli artt. 15 e 16 d.l. 23/2020 hanno esteso i settori e le fattispecie rientranti nell'ambito di applicazione dei *golden powers*, «*al fine di contrastare l'emergenza epidemiologica da COVID-19 e contenerne gli effetti negativi*», introducendo altresì la possibilità che i poteri speciali fossero esercitati d'ufficio dal Governo per l'ipotesi in cui gli obblighi di notifica previsti dalla normativa applicabile non fossero stati adempiuti.

Muovendo da tali premesse, il d.l. 21/2022 ha stabilizzato l'efficacia di talune delle previsioni di natura transitoria a suo tempo introdotte dal citato d.l. 23/2020 nel contesto della crisi pandemica.

Da quanto precede emerge, oggi, un utilizzo diffuso — a livello internazionale — dello strumento protettivo offerto dai *golden powers* alla stregua di congegno difensivo ad efficacia reale, volto a preservare il localismo delle principali società nazionali a fronte di potenziali scalate da parte di investitori stranieri.

E tale applicazione, come si vedrà nel prosieguo, interessa oggi anche il settore sanitario, con il conseguente assoggettamento delle dinamiche aziendali in tale ambito alla penetrante influenza governativa.

---

\*Il contributo è stato approvato dai revisori.

\*\*I paragrafi nn. 1, 2, 3 4 e 6 sono attribuiti ad Andrea Sacco Ginevri mentre il paragrafo n. 5 è attribuito a Diego Rossano.

<sup>1</sup> In generale sul Regolamento UE citato si v. G. NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell'arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2019, 2 ss.; R. GAROFOLI, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi*, 2019, n. 17, 4 ss.; S. VELLUCCI, *The new regulation on the screening of FDI: the quest for a balance to protect EU's essential interests*, in *Dir. commercio internaz.*, 2019, 142 ss.; P. MACCARRONE, *Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative*, in *Osservatorio cost.*, 2020, 130 ss.; B.P. AMICARELLI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo del 2019*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 763 ss.; G. SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) UN 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2020, 569 ss.

<sup>2</sup> Il d.l. 21/2012 è stato convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, comma 1, legge 15 marzo 2012, n. 21 ed è stato successivamente più volte modificato e integrato. In arg. si v. V. DONATIVI, *Golden powers. Profili di diritto societario*, Torino, 2019, *passim*.

<sup>3</sup> Cfr., *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *Il dopo Covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, 26 ss. Osservano M. RESCIGNO - E. RIMINI, *Golden power e coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *AGE*, 2020, 528 ss., come il contesto *post Covid-19* «*faccia diventare, cioè, il golden power da eccezione rispetto a un principio di libertà, uno strumento di politica economica*».

<sup>4</sup> La felice espressione è di G. NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 549 ss.

<sup>5</sup> Si fa riferimento alla Comunicazione della Commissione europea pubblicata il 26 marzo 2020 recante gli «Orientamenti agli Stati membri per quanto riguarda gli investimenti esteri diretti e la libera circolazione dei capitali provenienti da paesi terzi, nonché la protezione delle attività strategiche europee, in vista dell'applicazione del Reg. UE 2019/452 (regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti) (2020/C 99 I/01)».

## 2. I SETTORI STRATEGICI DELL'ECONOMIA.

Prima di procedere con l'esame delle disposizioni applicabili nello specifico al settore della *salute*, giova rammentare che, in esecuzione delle prerogative governative attualmente vigenti in Italia, lo Stato può imporre specifiche condizioni e prescrizioni in caso di acquisto di partecipazioni in imprese che svolgono attività strategiche ovvero impedire la realizzazione di operazioni straordinarie pianificate da queste ultime.

È direttamente la legge a indicare i criteri in base ai quali lo Stato valuta l'esistenza di una minaccia di grave pregiudizio per i propri interessi essenziali; parametri, questi ultimi, che sono formalmente ispirati al principio in base al quale l'intervento interdittivo o prescrittivo dei poteri pubblici in ambito economico costituirebbe l'*extrema ratio* a presidio di interessi generali di rango poizore.

In concreto, sono molteplici i casi in cui il Governo italiano ha imposto alle imprese strategiche condizioni e prescrizioni, a contenuto organizzativo e gestionale, volte a limitare (in misura considerevole e stabile) l'autonomia privata di queste ultime nel nome degli interessi pubblici tutelati; ciò, ad esempio, imponendo la cessione di *asset* rilevanti, la nomina di amministratori di nazionalità italiana, il mantenimento della sede operativa nel territorio italiano, *et similia*.

Entrando più nel dettaglio delle prerogative governative vigenti, è opportuno osservare che i poteri speciali che lo Stato può esercitare nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, regolati all'art. 1 d.l. 21/2012, sono più invasivi rispetto a quelli concernenti gli altri settori strategici dell'economia (salute inclusa), che trovano invece collocazione all'art. 2 del medesimo d.l. 21/2012. E ciò in quanto la maggiore pervasività del potere di influenza pubblica in tale ambito si spiega, per un verso, in virtù della preminenza che la difesa e la sicurezza nazionale rivestono nella scala degli interessi essenziali dello Stato e, per altro verso, in considerazione del fatto che tali settori sono storicamente di competenza nazionale, e dunque meno armonizzati a livello europeo rispetto agli altri.

Per quel che concerne i cc.dd. settori strategici di derivazione europea, l'art. 4 del citato Regolamento UE prevede che, nel determinare se un investimento estero diretto possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico, gli Stati membri e la Commissione possono prendere in considerazione i suoi effetti potenziali, tra l'altro, a livello di: (a) infrastrutture critiche, siano esse fisiche o virtuali, tra cui l'energia, i trasporti, l'acqua, la *salute*, le comunicazioni, i media, il trattamento o l'archiviazione di dati, le infrastrutture aerospaziali, di difesa, elettorali o finanziarie, e le strutture sensibili, nonché gli investimenti in terreni e immobili fondamentali per l'utilizzo di tali infrastrutture; (b) tecnologie critiche e prodotti a duplice uso, tra cui l'intelligenza artificiale, la robotica, i semiconduttori, la cibersicurezza, le tecnologie aerospaziali, di difesa, di stoccaggio dell'energia, quantistica e nucleare, nonché le nanotecnologie e le biotecnologie; (c) sicurezza dell'approvvigionamento di fattori produttivi critici, tra cui l'energia e le materie prime, nonché la sicurezza alimentare; (d) accesso a informazioni sensibili, compresi i dati personali, o la capacità di controllare tali informazioni; ovvero (e) libertà e pluralismo dei media.

Inoltre, l'art. 6 del menzionato Regolamento europeo instaura un meccanismo di cooperazione in

relazione agli investimenti esteri diretti, prevedendo che gli Stati membri notificano alla Commissione europea e agli altri Stati membri tutti gli investimenti esteri diretti che sono oggetto di un controllo in corso nel loro territorio nazionale. All'esito di tali notifiche, è facoltà degli Stati membri e della Commissione formulare commenti e pareri nel caso di operazioni suscettibili di incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico a livello sovranazionale.

Il successivo art. 7 Reg. 2019/452/UE estende il meccanismo di cooperazione agli investimenti diretti non oggetto di un controllo in corso, prevedendo che uno Stato membro, se ritiene che un investimento estero diretto in programma o già realizzato in un altro Stato membro e che non è oggetto di un controllo in corso possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico nel suo territorio, ovvero se dispone di informazioni pertinenti in relazione a detto investimento estero diretto, può formulare osservazioni a tale altro Stato membro inviandole contestualmente alla Commissione.

Il legislatore italiano aveva già parzialmente recepito le previsioni del Regolamento UE con il d.l. 105/2019 ampliando l'operatività della normativa *golden powers* anche con riguardo alle società che detengono beni o rapporti strategici in una serie di settori ulteriori rispetto agli usuali ambiti della sicurezza, difesa, energia, trasporti, comunicazioni o delle reti 5G, attraverso un rinvio diretto all'elenco introdotto dal Reg. n. 452/2019 (cfr. l'art. 2, comma 1-ter, d.l. 21/2012, introdotto dal d.l. 105/2019).

Tuttavia, l'effettiva operatività di tale estensione era stata inizialmente ostacolata dalla mancata individuazione in dettaglio degli attivi strategici rilevanti nei settori di nuova introduzione, demandata a successivi decreti del Presidente del Consiglio, a quel tempo mancanti.

Nelle more dell'adozione di tale normativa di attuazione — recata dal Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri 18 dicembre 2020, n. 179, che individua i beni e i rapporti di interesse nazionale nei settori di cui all'art. 4, par. 1, Reg. 2019/452, a norma dell'art. 2, comma 1-ter, d.l. 21/2012 — la diffusione della pandemia da Covid-19 ha spinto la Commissione europea ad esortare gli Stati membri «*ad avvalersi appieno (...) dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti*», per fronteggiare, come detto, il rischio che si verificassero tentativi di acquisizione di imprese e attivi strategici con la conseguente «*perdita di risorse e tecnologie critiche*» (cfr. la Comunicazione del 26/03/2020).

A seguito della predetta Comunicazione e alla luce dell'emergenza pandemica da coronavirus, il legislatore italiano ha apportato significative modifiche alla disciplina sui poteri speciali. In particolare, per un verso sono stati assoggettati ai vincoli ai trasferimenti partecipativi (*ex* comma 5 dell'art. 2 d.l. 21/2012) — in tutti i settori di cui all'art. 2 d.l. 21/2012 — anche le acquisizioni del controllo societario<sup>6</sup> da parte di investitori esteri europei (e non più solo extra-UE) e l'assunzione di partecipazioni pari o superiori al dieci per cento del capitale da parte di acquirenti extra-UE (quando il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a un

---

<sup>6</sup> La norma fa riferimento, in particolare, agli acquisti a qualsiasi titolo di partecipazioni, da parte di soggetti esteri, anche appartenenti all'Unione europea, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto, ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.



milione di euro)<sup>7</sup>.

Per altro verso, sono state ricomprese nei vincoli all'operatività aziendale (*ex* comma 2 dell'art. 2 d.l. 21/2012) anche le delibere, gli atti o le operazioni, adottati da un'impresa che detiene beni e rapporti nei settori di cui al citato d.p.c.m. 179/2020 (di implementazione dell'art. 4 Reg. UE 2019/452) aventi per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità di detti attivi o il cambiamento della loro destinazione, anche in favore di un soggetto europeo.

Tutto ciò con la precisazione, tutt'altro che scontata, che le verifiche governative volte a determinare se un investimento estero possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico non sono impediti dal fatto che l'acquirente sia, direttamente o indirettamente, controllato da un'amministrazione pubblica di uno Stato membro dell'Unione europea<sup>8</sup>.

### **3. (SEGUE): LE MODIFICHE NORMATIVE PIÙ RECENTI.**

Fermo tutto quanto precede, l'art. 25 del citato d.l. 21/2022 ha introdotto talune previsioni volte a rimodellare ulteriormente i poteri speciali dello Stato nei settori dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni e negli ulteriori "settori europei" sopra menzionati.

Fra le novità più significative si segnalano quelle introdotte dall'art. 25, comma 1, lett. b), del decreto richiamato, che modifica l'art. 2, comma 2-bis, del d.l. 21/2012 includendo nell'ambito di applicazione del potere di veto spettante al Governo anche le delibere, atti e operazioni della società strategica target aventi per effetto modifiche della titolarità, del controllo o della disponibilità degli attivi a favore di un soggetto appartenente all'Unione europea, ivi inclusi quelli stabiliti o residenti in Italia, quando tali attivi siano riconducibili ai settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo.

La successiva lett. c), del comma 1, dell'art. 25 del decreto in parola modifica l'art. 2, comma 5, del d.l. 21/2012 prevedendo, in primo luogo, la notifica congiunta, ove possibile da parte dell'acquirente e della società target, per le fattispecie acquisitive rilevanti; inoltre, la norma introduce nel comma 5 del d.l. 21/2012 l'obbligo di notifica per gli acquisti di partecipazioni da parte di soggetti appartenenti all'Unione europea, ivi compresi quelli residenti in Italia, nei settori delle comunicazioni, dell'energia, dei trasporti, della salute, agroalimentare e finanziario, ivi incluso quello creditizio e assicurativo, di rilevanza tale da determinare l'insediamento stabile dell'acquirente in ragione dell'assunzione del controllo della società la cui partecipazione è oggetto dell'acquisto ai sensi dell'art. 2359 c.c. e del Testo unico della finanza.

---

<sup>7</sup> Nello specifico, si tratta degli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10%, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, e il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a un milione di euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15%, 20%, 25% e 50% del capitale.

<sup>8</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 6, lett. a), d.l. 21/2012, come integrato sul punto dall'art. 15 d.l. 23/2020.

Trattasi di una previsione che stabilizza, perimetrandone l'ambito di applicazione settoriale, le misure di natura temporanea a suo tempo introdotte con il menzionato d.l. 23/2020 nel contesto della crisi pandemica.

Merita menzione anche l'ulteriore modifica prevista dall'art. 25, comma 1, lett. c), n. 3) del d.l. 21/2022, che introduce un obbligo di notifica relativo agli acquisti di partecipazioni, da parte di soggetti esteri non appartenenti all'Unione europea, in società che detengono gli attivi individuati come strategici ai sensi dei commi 1 e 1-ter, che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già direttamente o indirettamente possedute, quando il valore complessivo dell'investimento sia pari o superiore a un milione di euro, e sono altresì notificate le acquisizioni che determinano il superamento delle soglie del 15, 20, 25 e 50 per cento del capitale<sup>9</sup>.

Inoltre, l'art. 26 del d.l. 21/2022 introduce nel d.l. 21/2012 un nuovo art. 2-quater, recante misure per la revisione dei procedimenti connessi all'esercizio dei poteri speciali.

In particolare, il comma 1 stabilisce che, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri possono essere individuate misure di semplificazione delle modalità di notifica, dei termini e delle procedure relative all'istruttoria ai fini dell'eventuale esercizio dei poteri speciali del Governo. Nello specifico, le disposizioni fanno riferimento alla possibilità che i procedimenti vengano definiti senza che sia necessaria una delibera del Consiglio dei Ministri, in caso di mancato esercizio dei poteri speciali su decisione presa all'unanimità dai componenti del gruppo di coordinamento, fatta salva in ogni caso la possibilità per ogni Amministrazione e per le parti di chiedere di sottoporre l'esame della notifica al Consiglio dei Ministri.

Il comma 2 dell'art. 26 in osservazione delega al medesimo decreto l'individuazione delle modalità di presentazione di una prenotifica che consenta l'esame delle operazioni da parte del gruppo di coordinamento o del Consiglio dei ministri, anteriormente alla formale notifica, affinché venga fornita una valutazione preliminare sull'applicabilità della disciplina dei poteri speciali e sulla "autorizzabilità" dell'operazione.

#### **4. LE PECULIARITÀ DEL SETTORE DELLA SALUTE.**

Il menzionato d.p.c.m. 179/2020 di attuazione dei nuovi settori mutuati dal Reg. europeo 2019/452 (come richiamati dal comma 1-ter dell'art. 2 d.l. 21/2012)<sup>10</sup> interviene, all'art. 5 (rubricato «Beni e rapporti nel settore della salute») sul perimetro del settore della salute.

---

<sup>9</sup> Sul punto si rinvia al contributo di D. GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, 1; nonché ID., *On the Content and Scope of National and European Solidarity Under Free Movement Rules: The Case of Golden Shares and Sovereign Investments*, in *European papers*, 2016, 824 ss.; ID., *Corte di Giustizia UE, golden shares e investimenti sovrani*, in *Dir. commercio internaz.*, 2013, 917 ss.; ID., *The Rise of Sovereign Wealth Funds (SWFs) and the Protection of Public Interest(s): the Need for a Greater External and Internal Action of the European Union*, in *EBLR*, 2016, 459 ss.

<sup>10</sup> Richiamato dall'art. 4-bis, comma 3, d.l. 104/2019, come modificato dall'art. 15 del decreto liquidità.

Dopo aver precisato cosa si intende per “infrastrutture critiche”<sup>11</sup> e per “tecnologie critiche”<sup>12</sup>, sono indicati i beni e i rapporti rilevanti che qui rilevano, precisando quanto segue:

*“Nel settore della salute, i beni e i rapporti di cui all'articolo 1, inclusi i relativi diritti di proprietà intellettuale, sono i seguenti: a) le tecnologie critiche digitali funzionali all'erogazione, anche da remoto, di servizi in sanità; b) le tecnologie critiche che hanno per scopo l'analisi dei dati e l'utilizzo delle conoscenze biologiche per la salute e la diagnostica, la prognostica, la terapia e il relativo follow-up; c) le tecnologie critiche bioingegneristiche e le nanotecnologie critiche utilizzate nel settore farmaceutico e dei dispositivi medici, in quello della diagnostica, prognostica e terapia, nonché nei settori chimico e agro-alimentare; d) le attività economiche di rilevanza strategica esercitate nel settore di cui al presente articolo, comprese quelle relative all'approvvigionamento di medicinali, dispositivi e apparecchiature sanitari e le attività di ricerca e sviluppo ad essi relativi, mediante la gestione, l'utilizzo o il godimento delle infrastrutture e delle tecnologie di cui alle lettere a), b) e c), ovvero esercitate da imprese che realizzano un fatturato annuo netto non inferiore a 300 milioni di euro e aventi un numero medio annuale di dipendenti non inferiore a duecentocinquanta unità”*.<sup>13</sup>

Di talché, da un lato l'acquisizione di partecipazioni rilevanti nel capitale di tali imprese dovrà essere notificata ove ne ricorrano i presupposti quantitativi e soggettivi e, dall'altro lato, tali operatori dovranno accuratamente valutare quali operazioni dagli stessi programmate siano suscettibili di potenziale veto governativo, e quindi debbano essere previamente comunicate alla Presidenza del Consiglio dei Ministri.

Ciò impatta notevolmente sulle dinamiche di governo societario degli operatori del settore sanitario.

Tant'è che in alcuni casi concreti il Governo è intervenuto con prescrizioni specifiche, come ad esempio è avvenuto, specie nelle operazioni di cambio di controllo su imprese farmaceutiche, nelle seguenti occasioni: (i) in data 28 settembre 2023, nell'ambito dell'acquisizione indiretta da parte della società statunitense Bain Capital LLC, mediante la costituzione del veicolo Molecule Holdco S.r.l., dell'intero capitale sociale di F.I.S. - Fabbrica Italiana Sintetici s.p.a.; (ii) in data 3 dicembre 202, nel contesto dell'acquisizione indiretta da parte di PAGAC III Nemo Holding (HK) Limited del 50,18% delle azioni e dei diritti di voto di Hefei SARI Oborgen Biopharma Co. Ltd., la quale controlla indirettamente il 90% di NMS Group S.p.a.; nonché (iii) in data 6 luglio 2020, con riguardo all'acquisizione da parte di AGC Biologics Italy S.p.a. delle azioni ordinarie della società MolMed S.p.a.

In quest'ultima circostanza, la Presidenza del Consiglio dei Ministri ha adottato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2 del d.l. 21/2012, un apposito decreto mediante il quale, in relazione alla citata acquisizione di MolMed S.p.A., ha disposto l'imposizione delle seguenti specifiche prescrizioni nei confronti di AGC e MolMed: (a)

---

<sup>11</sup> In termini generali l'art. 2, lett. a), del d.p.c.m. definisce le «infrastrutture critiche» come «infrastrutture essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza e del benessere economico e sociale della popolazione».

<sup>12</sup> In termini generali l'art. 2, lett. b), del d.p.c.m. definisce le «tecnologie critiche» come «tecnologie essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione nonché per il progresso tecnologico».

<sup>13</sup> Si rammenta che l'art. 2, lett. e), del medesimo d.p.c.m. – fra le definizioni generali – precisa che per «attività economiche di rilevanza strategica» si intendono «le attività economiche essenziali per il mantenimento delle funzioni vitali della società, della salute, della sicurezza, del benessere economico e sociale della popolazione, nonché per il progresso tecnologico».

l'obbligo di comunicare al Ministero dello sviluppo economico qualsiasi accordo di trasferimento di proprietà intellettuale tra MolMed e le società del Gruppo AGC Inc., in merito soprattutto al trattamento della leucemia mieloide acuta e del mieloma multiplo; (b) l'obbligo di mantenere sul territorio nazionale l'attività di ricerca e sviluppo, inclusi i laboratori di ricerca e gli stabilimenti produttivi annessi; (c) l'obbligo di mantenere inalterati i livelli occupazionali del personale preposto a svolgere attività essenziali per la ricerca e lo sviluppo; e (d) l'obbligo di garantire la prosecuzione delle attuali collaborazioni con le istituzioni italiane ed europee.

Si tratta, come è evidente, di prescrizioni che incidono significativamente sull'operatività della società strategica operante nel settore della salute, condizionandone pertanto in maniera sensibile la *governance* aziendale.

Per completezza d'analisi, è opportuno rammentare che i beni e i rapporti di rilevanza strategica per l'interesse nazionale — di cui all'art. 2, comma 1-ter, d.l. 21/2012 — individuati con il d.p.c.m. sopra citato, sono comunque “ulteriori” rispetto a quelli già identificati ai sensi degli artt. 1, comma 1, e 2, comma 1, del medesimo Decreto Legge, con la conseguenza che, *«nel caso in cui un bene o un rapporto rientri nell'ambito applicativo di due regolamenti, quello adottato ai sensi del citato comma 1-ter sarà cedevole»*<sup>14</sup>.

## 5. (SEGUE): E L'IMPATTO SULLA GOVERNANCE SANITARIA.

L'impatto dei *golden powers* sulla *governance* sanitaria rappresenta un momento di svolta nei rapporti tra Autorità pubblica e autonomia dell'iniziativa economica privata.

L'ampliamento dell'ambito applicativo della normativa di riferimento di cui si è dato conto nel paragrafo precedente, è stato giustificato alla luce dell'esigenza di tutelare l'integrità delle infrastrutture sanitarie; ne è conseguita una rielaborazione del principio di interesse pubblico che, nell'attuale quadro economico-sociale, coinvolge taluni diritti, quale quello alla salute, elevandoli a paradigmi della sicurezza economica nazionale<sup>15</sup>.

Sul piano generale, la decisione di includere il settore sanitario tra quelli suscettibili di essere ricompresi nei *golden powers* determina una profonda incidenza sull'assetto della *governance* societaria degli operatori del settore. In tal senso, si configura un nuovo modello di intervento statale, non più circoscritto alla funzione regolatoria, ma esteso a forme di controllo *ex ante* su operazioni di natura privatistica, laddove esse possano pregiudicare gli equilibri funzionali del Paese<sup>16</sup>.

---

<sup>14</sup> In questi termini si esprime la relazione illustrativa di accompagnamento allo schema i d.p.c.m. presentato alle competenti commissioni parlamentari, a pag. 1.

<sup>15</sup> Cfr. L. BELVISO, *Golden Power. Profili di diritto amministrativo*, Giappichelli, 2023, in part. 9 ove l'A. afferma che: «L'interesse pubblico a proteggere le imprese nazionali strategiche fa capo, naturalmente, allo Stato, ma coincide, qui, necessariamente, con l'interesse generale del Paese, dal momento che gli interessi sottesi ai settori in esame appaiono strategici, o vitali, per la sopravvivenza e per il benessere della comunità nazionale».

<sup>16</sup> Cfr. L. VASQUEZ, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1, 2020, in part. 125 ove l'A. afferma: «La ratio di tale intervento legislativo ha pertanto un impatto rilevante anche sul tipo di valutazione che il controllo governativo dovrebbe in linea teorica svolgere, quest'ultimo non solamente rivolto a verificare se gli acquirenti degli asset essenziali siano potenze ostili, ovvero imprese di matrice governativa di Stati che non garantiscano un accettabile livello di reciprocità, ma anche finalizzato a monitorare l'adeguatezza del soggetto, che procede all'acquisto del controllo, a garantire la fornitura di beni/ servizi offerti dalla target in uno scenario post concentrazione». Si veda anche E. RIMINI, *Golden Power: nuove regole per le imprese o neo protezionismo?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 6, 2024, 1219 ss.

Tale affermazione interagisce con la riflessione del ruolo dello Stato nell'economia, con particolare riguardo alla sua funzione di garante della stabilità dei settori strategici; da quest'angolo visuale, l'ampliamento dell'ambito oggettivo dei poteri speciali costituisce una deroga ai principi ispiratori dell'economia di mercato motivata dall'esigenza di tutelare l'interesse nazionale nei suoi nuovi profili paradigmatici<sup>17</sup>.

La qualificazione di tale strumentario normativo come presidio della coesione sociale discende, infatti, dalla necessità di assicurare la continuità funzionale di *asset* critici che, per la loro natura, si pongono oggi al centro di una nuova concezione di sicurezza economica. Da qui l'opportunità di delineare un impianto disciplinare che sia coerente e in grado di contemperare le istanze di attrattività degli investimenti con le esigenze di protezione di interessi della collettività. Ciò implica una ridefinizione delle dinamiche decisionali degli operatori economici attivi nel settore con specifico riferimento alle operazioni societarie di carattere straordinario che in astratto potrebbero essere oggetto di scrutinio da parte dell'autorità governativa competente<sup>18</sup>.

Si è in presenza di mutamenti in grado di incidere sulle strategie di investimento, soprattutto da parte di soggetti esteri, i quali, nella prospettiva di un rafforzamento della protezione degli interessi nazionali, devono ora tener conto di un più ampio margine di intervento statale, con evidenti riflessi sulla prevedibilità e sulla tempistica delle operazioni<sup>19</sup>. Di conseguenza, le scelte gestionali delle imprese sanitarie tendono ad allinearsi preventivamente alle possibili valutazioni dell'Autorità politica, in un'ottica di conformità preventiva alle prerogative pubblicistiche.

In questa prospettiva, i *golden powers* esercitano una funzione indiretta di disciplina comportamentale, inducendo gli operatori ad internalizzare nei propri modelli di *governance* l'esigenza di compatibilità con il

---

<sup>17</sup> In presenza di crisi sistemiche – si pensi, emblematicamente, alla crisi finanziaria del 2008 o, in tempi più recenti, all'emergenza pandemica da Covid-19 – lo Stato, pur a fronte di un progressivo disimpegno dal mercato determinato dalle logiche di liberalizzazione e apertura alla concorrenza, ha riacquisito centralità funzionale. In tali contesti, l'intervento pubblico si è rivelato imprescindibile per la salvaguardia della tenuta complessiva del tessuto produttivo e sociale del Paese. Parlano di "Stato salvatore" G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giorn. dir. amm.*, 11, 2008, 1083 ss.; V. MINERVINI, *Il ritorno dello Stato salvatore. Nuovi paradigmi (post Covid) nel rapporto fra Stato e mercato?*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 3, 2020, 471 ss.. Più in generale, a proposito del ruolo dello Stato nell'attuale contesto di mercato cfr. *ex multis*: G. GARRARD, *The Return of the State – And Why It Is Essential for our Health, Wealth and Happiness*, Yale University Press, 2022; P. GERBAUDO, *Controllare e proteggere. Il ritorno dello Stato*, Nottetempo, 2022; M. MAZZUCATO, *The Entrepreneurial State. Debunking Public vs. Private Sector Myths*, Anthem Press, 2013; G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, il Mulino, 2021; F. BASSANINI-G. NAPOLITANO-L. TORCHIA (a cura di), *Lo Stato promotore. Come cambia l'intervento pubblico nell'economia*, il Mulino, 2021; M. CLARICH, *L'intervento dello Stato nell'economia all'epoca della deglobalizzazione*, in *Lwiss Law Review*, 2023, 6 ss.; M. PASSALACQUA, *Numquam nega, raro adfirma: il rinnovato «intervento» dello Stato nell'economia*, in *Mercato Concorrenza e Regole*, 1, 2021, 55 ss.; G. LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 4, 2022, 57 ss..

<sup>18</sup> Cfr. E. ZAMPETTI, *Infrastrutture e Golden Power*, in *Diritto Amministrativo*, 1, 2025, 177 ss.; L. ARNAUDO, *Salute, sicurezza alimentare, terra: limiti e perimetri per una proporzionata strategia della protezione*, in *Mercato concorrenza regole*, 1-2, 2023, 203; F. BIANCONI, *I "Golden Powers" nella legislazione d'emergenza: riflessioni a margine dell'estensione dei poteri speciali governativi*, in *Contratto e impresa*, 1, 2022, 202 ss.; L. VASQUEZ, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, *op. cit.*, 125 ss.; E. RIMINI, *Golden Power: nuove regole per le imprese o neo protezionismo?*, *op. cit.*, 6, 2024, 1219 ss..

<sup>19</sup> Cfr. R. LENER, *Golden power e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in *Riv. trim. dir. econ.*, n. 2, 2020, 231 ss.; A. SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del COVID-19*, in *Giur. Comm.*, n. 2, 2021, 283 ss.; L. VASQUEZ, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, *op. cit.*, 119 ss..

perseguimento dell'interesse pubblico.

A ben considerare, l'impatto dei *golden powers* sulla *governance* sanitaria rappresenta l'espressione di un rinnovato protagonismo dello Stato nella tutela di settori strategici, connotati da una rilevanza cruciale per l'equilibrio socioeconomico. Occorre però evidenziare che tale assetto non è immune da criticità; il rafforzamento dell'intervento pubblico deve confrontarsi con l'esigenza di mantenere un equilibrio rispetto alle prerogative riconosciute ai soggetti i quali godono della libertà di iniziativa economica (art. 41 Cost.)<sup>20</sup>. Evidente, dunque, appare l'urgenza di definire un chiaro quadro normativo in materia che disciplini i poteri speciali il cui esercizio deve avvenire nel rispetto dei principi di proporzionalità e trasparenza.

Alla luce di quanto si è detto, si immagina che nell'immediato futuro verranno implementati strumenti regolatori idonei a rendere l'intervento pubblico compatibile con le logiche del mercato per evitare il rischio di un irrigidimento gestionale da parte degli operatori in grado di riflettersi negativamente sul settore sanitario.

## 6. CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Quanto precede suggerisce qualche sintetica considerazione conclusiva sulla applicazione dei *golden powers* italiani con specifico riguardo al settore della salute e, in particolare, sulla loro incidenza sugli assetti di *governance* sanitaria.

In primo luogo, è utile rammentare che i poteri speciali dello Stato mirano a tutelare interessi pubblici non perfettamente coincidenti con quelli perseguiti, in ambito settoriale, dalla regolamentazione sanitaria. A riprova di ciò, si consideri che l'esercizio dei *golden powers* consente all'esecutivo di imporre condizioni ovvero di prescrivere comportamenti che travalicano i limiti tipici dell'intervento regolatorio settoriale, orientandosi verso una tutela più ampia della sicurezza nazionale e dell'ordine pubblico. Ciò nondimeno, le due sfere normative possono coesistere, purché se ne riconosca la rispettiva autonomia funzionale<sup>21</sup>. È quanto si verifica, ad esempio, in contesti eterogenei nei quali un'operazione di concentrazione viene sottoposta contestualmente al vaglio dell'autorità antitrust e di quella di settore, ciascuna chiamata ad esprimersi secondo le proprie finalità istituzionali. In analogia chiave, l'esercizio dei *golden powers* può coesistere con l'intervento dell'autorità sanitaria, nella misura in cui le valutazioni espresse da quest'ultima non esauriscono l'ambito di tutela cui lo Stato deve attendere nell'interesse della collettività<sup>22</sup>.

Non v'è dubbio che le operazioni di mercato trovino oggi, nel Governo, un interlocutore ulteriore, non più animato come in passato da logiche proprietarie, bensì attento custode degli interessi essenziali del

---

<sup>20</sup> Ne parla anche L. VASQUEZ, *Golden Power. Alcune note a margine della disciplina emergenziale del controllo governativo sulle acquisizioni in Italia*, op. cit., 129 ss. che non esclude l'esistenza di un possibile conflitto della disciplina in esame anche con gli artt. 43 e 117 della Costituzione.

<sup>21</sup> R. GAROFOLI, *Golden share e authorities nella transizione dalla gestione pubblica alla regolazione dei servizi pubblici*, in Riv. it. dir. pubbl. comunitario, 1998, 186 ss.

<sup>22</sup> Osserva R. LENER, *Golden powers e investimenti esteri nelle infrastrutture finanziarie*, in Riv. trim. dir. econ., 233, come, per gestire la pluralità di processi lato sensu autorizzativi, «sarebbe certamente auspicabile in raggiungimento di accordi tra le istituzioni».

Paese.

Ciò posto, in taluni ambiti settoriali, come già osservato in altra occasione<sup>23</sup>, gli strumenti giuridici funzionali a proteggere le imprese domestiche da acquisizioni ostili, a presidio delle società bersaglio<sup>24</sup>, possono sembrare eccessivi.

Ciò non vale, a nostro parere, per il settore della salute, la cui elevata strategicità della sanità merita ampia protezione, a tutela di interessi vitali del Paese di primaria importanza.

In tale contesto, tuttavia, l'italianità degli operatori del settore sanitario merita supporto e incentivi da parte del nostro sistema pubblico, onde bilanciare una comprensibile esigenza di salvaguardia del presidio territoriale con il bisogno, altrettanto importante, di strumenti di crescita e sviluppo in un mercato sempre più competitivo e selettivo, in cui il progresso tecnologico è funzionale prioritariamente alla tutela della persona.

---

<sup>23</sup> In arg. sia consentito il rinvio a A. SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, 55 ss.; ID., *L'espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, I, 151 ss.

<sup>24</sup> Come hanno di recente osservato W. DROBETZ - P.P. MOMTAZ, *Antitakeover Provisions and Firm Value: New Evidence from the M&A Market*, in *Journal of corporate finance*, 2020, le misure anti-scalata non deprimono necessariamente il valore della società che le introduce, ma anzi, in particolari contesti «*may increase firm value when internal corporate governance is sufficiently strong*» anche in considerazione del fatto che «*takeover threats can induce myopic investment decisions, which ATPS can mitigate. They lead managers to engage more often in value-creating long-term and innovative investing and increase a firm's sensitivity to investment opportunities*».

# **EFFETTI DISFUNZIONALI, CONTRADDIZIONI DEI SISTEMI DI *WELFARE* E CORRETTIVI**

**Carmela Robustella  
Michela Petrachi**



## *Effetti disfunzionali, contraddizioni dei sistemi di welfare e correttivi \**

### *(Dysfunctional effects, contradictions of welfare systems and corrective actions)*

Carmela Robustella\*\*

Professoressa Ordinaria in Diritto dell'Economia presso l'Università degli Studi di Foggia

Michela Petrachi\*\*

Dottore di Ricerca in Forme dell'Evoluzione del Diritto presso Università del Salento

#### **ABSTRACT [En]:**

This paper analyzes the dysfunctional effects and contradictions of welfare systems, with particular reference to healthcare and public employment. The study begins with these two sectors because of their impact on people's lives; to orient itself within the framework of the relevant discipline, it revisits traditional and general principles of the system: the organizational principle and the principle of solidarity.

**Keywords:** welfare State; health; public work; organization; solidarity; competition.

#### **ABSTRACT [It]:**

Il contributo si propone di analizzare gli effetti disfunzionali e le contraddizioni dei sistemi di *welfare*, con particolare riferimento alla tutela della salute e del lavoro pubblico. L'approfondimento muove da questi due settori per la loro incidenza sulla vita delle persone e, per orientarsi nella trama della relativa disciplina, recupera tradizionali e generali principi dell'ordinamento: il principio organizzativo e quello di solidarietà.

**Parole chiave:** *welfare State*; salute; lavoro pubblico; organizzazione; solidarietà; concorrenza.

**SOMMARIO:** 1. Premessa. 2. Nodi d'apice sui sistemi di *welfare*. 3. Un modello emblematico: tutela della salute e *welfare*. 4. Le aporie del *welfare State* nella tutela del lavoro pubblico. 5. Osservazioni conclusive.

#### **1. PREMESSA**

Le ricerche dedicate al *welfare State* hanno via via provato che la regolazione del terzo settore dell'economia può costituire l'occasione per sperimentare nuovi modelli di valorizzazione delle risorse umane,

lavorative, culturali, nonché finanziarie. Nondimeno, questo esperimento, che è anche sociale perché necessita del contributo della comunità, esige che siano messe in campo una serie di strategie: una diffusione delle relazioni pubblico - privato e, per l'effetto, una implementazione di forme di partenariato; un'adeguata disciplina di queste forme di collaborazione che agevoli la relativa conversione in formule contrattuali innovative; un adeguato riconoscimento delle risorse umane che ne permettono la concretizzazione e, in ultimo, un impiego scrupoloso della finanza al servizio dello sviluppo comunitario.

A questa significativa unione tra pubblico e privato può, in pratica, essere assegnato il compito di trainare la comunità verso nuovi modelli di sviluppo sostenibile in aderenza e in coerenza con la sensibilità sociale del momento e in stretta osservanza anche al generale principio di solidarietà: in questa maniera, attesa la crisi dello Stato sociale e il progressivo arretramento dei modelli di *welfare* redistributivo<sup>1</sup>, appaiono più agevoli il recupero e l'attuazione di un modello piuttosto di *welfare* sussidiario<sup>2</sup>. Del resto, sullo sfondo di una crisi del sistema pubblico e di un significativo contenimento delle risorse, si è fatta strada la necessità di un supplemento di innovazione, attraverso (anche) l'individuazione di nuove strade da solcare, capaci di diversificare i rapporti con il mercato e allo stesso tempo di moltiplicarne gli attori, nonché di obiettivi di benessere convergenti e unitari.

Al netto di queste sintetiche considerazioni d'apertura, che raccolgono in modo particolare gli auspici e gli obiettivi di una ricerca condotta dall'Università degli Studi di Foggia in collaborazione con la Regione Puglia nell'ambito del progetto «Analisi e supporto alle politiche pubbliche in materia di Diritti e Libertà, Welfare sussidiario; Transizione ecologica e Finanza sostenibile» deve segnalarsi l'esistenza di un 'lato oscuro' del *welfare*: aspetti contraddittori, effetti disfunzionali delle politiche pubbliche messe in campo che rivelano uno scollamento tra azioni dichiarate e realtà empirica, di cui appresso saranno forniti alcuni esempi allo scopo di individuare *needs and gaps* del *welfare State*.

## 2. NODI D'APICE SUI SISTEMI DI *WELFARE*

Il tema dei sistemi di *welfare* è qui affrontato da uno specifico angolo visuale: quello dell'attuazione contro funzionale e, persino, controproduttiva delle misure via via adottate dal Legislatore. Il tema è condizionato dalla singolare importanza di alcuni sistemi e dal loro progressivo, e grave, declino: la salute, nonché il lavoro.

Proprio in questi settori, molto delicati per la loro prossimità al tessuto sociale, sono emerse via via

---

\*Il contributo è stato approvato dai revisori.

\*\* Il contributo sviluppa, con alcune revisioni e integrazioni, il testo della Relazione svolta il 4 luglio 2024 al Convegno «L'altra faccia del welfare. Azione pubblica, rapporti privati e impatti disfunzionali», nella sede del Consiglio regionale della Regione Puglia, organizzato dall'Università degli Studi di Foggia in collaborazione con il Consiglio regionale. Questo testo è, inoltre, arricchito da una «premessa» introduttiva a cura della Prof.ssa Carmela Robustella; si devono invece imputare alla dott.ssa Michela Petrachi i paragrafi nn. 2, 3, 4 e 5.

<sup>1</sup> Si v. P. VENTURI, S. RAGO, *Federalismo fiscale e disuguaglianze territoriali: il ruolo dell'economia civile*, Forlì, 2017.

<sup>2</sup> Sul tema si v. G. VITTADINI, L. VIOLINI, *La sfida del cambiamento*, Bologna, 2012, nonché L. VIOLINI, *Corpi intermedi, formazioni sociali e sussidiarietà a settant'anni dalla Costituzione*, in F. Bassanini, T. Treu, G. Vittadini (a cura di), *Una società di persone? I corpi intermedi nella democrazia di oggi e di domani*, il Mulino, Bologna 2021; F. PIZZETTI, *Le nuove esigenze di "governance" in un sistema policentrico "esplosivo"*, in *Le Regioni*, 6, 2001.

diseconomie, asimmetrie e in sostanza disuguaglianze, nonché un malcontento diffuso proprio tra quelle fasce della popolazione che avrebbero dovuto godere delle misure di *welfare* perché già vivono in condizioni di bisogno.

Per orientarsi nella trama della disciplina di questi sistemi è senza dubbio significativo recuperare tradizionali e generali principi dell'ordinamento, tra questi il principio di solidarietà<sup>3</sup> e, come si vedrà appresso, il principio organizzativo<sup>4</sup>.

Trattare di *welfare State* significa, infatti, trattare di solidarietà, 'prenderla sul serio' e, dunque, fare i conti con le risorse economiche disponibili, nonché con gli ulteriori principi dell'ordinamento posti a presidio del benessere di comunità e dell'individuo e, in pratica, della giustizia sociale. integrato

Muovendo l'analisi dal connubio solidarietà e risorse: la crisi economica del 2008, la pandemia e l'ulteriore crisi che ne è scaturita hanno provato che la solidarietà non è soltanto prendersi cura dell'altro. La cura dell'altro è sufficiente nei rapporti orizzontali, ma nei rapporti verticali tra il cittadino e lo Stato la cura, occasionale e contingente, non è sufficiente.

Nei rapporti verticali occorre presidiare, evitando «politiche di galleggiamento»<sup>5</sup>, ma favorendo interventi strutturali e durevoli, i bisogni dell'altro; occorre, cioè, garantire l'esistenza e la conservazione di prestazioni appropriate e adeguate, nonché di un ponte che agevoli l'accesso a quelle prestazioni.

Ciò diventa manifesto, banalmente, nei picchi di crisi, quando aumenta la domanda di prestazioni e assistenza ed è essenziale che ci siano interventi di sostegno solidaristici che vadano a eliminare via via gli ostacoli a una vita dignitosa.

Ebbene, questo tipo di interventi può essere garantito in maniera continuativa e costante soltanto da un'adeguata organizzazione pubblica capace di raggiungere ogni domanda di assistenza, in ogni tempo e in ogni luogo, nonostante il costo elevato e l'assenza di profitto.

Proprio il costo del servizio, tuttavia, nelle intercapedini più buie della crisi ha sollecitato un

---

<sup>3</sup> La letteratura sul principio è copiosa. V. *ex multis* A. RUGGERI, *Eguaglianza, solidarietà e tecniche decisorie nelle più salienti esperienze della giustizia costituzionale*, in *Rivista AIC*, 2017, 2, 1 ss.; F. POLACCHINI, *Doveri costituzionali e principio di solidarietà*, Bologna 2016; S. RODOTÀ, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, Bari, 2014; A. APOSTOLI, *La svalutazione del principio di solidarietà*, Milano 2012; S. GRASSI, *Ambiti della solidarietà e della responsabilità intergenerazionale: tutela dell'ambiente e sviluppo sostenibile*, in R. Bifulco, A. D'Aloia (a cura di), *Un diritto per il futuro. Teorie e modelli dello sviluppo sostenibile e della doverosità intergenerazionale*, Napoli, 2008, p. 177 e ss.; F. FRACCHIA, *Sulla configurazione giuridica unitaria dell'ambiente: art. 2 Cost. e doveri di solidarietà ambientale*, in *Dir. econ.*, 2002, 2, 215 ss.; F. GIUFFRÈ, *La solidarietà nell'ordinamento costituzionale*, Milano 2002; S. PRISCO, *Solidarietà. Profili evolutivi di un valore costituzionale, I, Premesse storico-sistematiche*, Napoli, 2000.

<sup>4</sup> Invero, la costruzione dello Stato del benessere ha segnato via via la frammentazione dell'organizzazione amministrativa tradizionale attraverso il passaggio ad una struttura policentrica e multilivello, necessaria per affrontare la domanda di servizi e la garanzia dei diritti sociali. Sennonché parallelamente al proliferare di interessi pubblici e di bisogni sociali è stata sperimentata una forma di pluralismo istituzionale e, nel tentativo di essere al passo, si è diffusa una sorta di sperimentazione di forme organizzative. V. S. PROFETI, *Teoria dell'organizzazione e analisi delle politiche pubbliche. Agende parallele, concetti di confine e (auspicabili) convergenze*, in *Quad. scienza pol.*, 2022, pp. 307 ss.; F. MASTRAGOSTINO, G. PIPERATA, C. TUBERTINI (a cura di), *L'amministrazione che cambia. Fonti, regole e percorsi di una nuova stagione di riforme*, Bologna, 2016; F. BASSANINI, *Vent'anni di riforme del sistema amministrativo italiano*, in *Astrid-online.it*, 2010; M. CAMMELLI, *La pubblica amministrazione*, Bologna, 2004; E. GUALMINI, *L'amministrazione nelle democrazie contemporanee*, Roma-Bari, 2003; G. SCIULLO, *Alla ricerca del centro. Le trasformazioni in atto nell'amministrazione statale italiana*, Bologna, 2000.

<sup>5</sup> G. BANCHIERI, L. FRANCESCHETTI, A. VANNUCCI, *Società liquida, welfare e salute*, in *quotidianosanità.it*, 16 febbraio 2025.

affiancamento del privato al pubblico, progressivamente trasformando il primo da utente a erogatore di prestazioni e il secondo da erogatore a regolatore e controllore<sup>6</sup>.

Il privato *no profit*, in modo particolare, ha contribuito ad accorciare le distanze tra domanda di assistenza e assistenza, creando e via via rafforzando quel ponte necessario per assicurare che, realmente, nessuno restasse indietro.

Quest'intervento del privato, come detto accelerato dalla crisi economica, nonché dalle politiche di austerità<sup>7</sup> che hanno strozzato la spesa pubblica sociale, producendo tagli, contrazione o sospensione di prestazioni e servizi, arrecando disagi ai cittadini, soprattutto a quelli che già versavano in una situazione di bisogno, nel contesto di crisi è apparso fondamentale. Nondimeno, allo stesso tempo, esso ha richiesto una meticolosa attività di delimitazione, da parte del Legislatore, di ruoli e programmi degli attori coinvolti con ricadute concrete significative.

Infatti, la specificazione in parola è apparsa utile (*rectius*, doverosa) per ragioni di certezza dei rapporti verticali e, in definitiva, per evitare ogni possibile fraintendimento sui soggetti da cui pretendere, in maniera continuativa e costante, come detto, protezione.

L'intervento del privato, infatti, è perituro; in altre parole, esso è soggetto al rischio della fine. Rischio, al quale, però, non può essere esposto il soggetto che abbisogna di aiuto.

Per questi motivi, intuitivi e significativi, è stata superata l'idea di una sorta di equiordinazione tra pubblico e privato, facendosi strada piuttosto il convincimento che il contributo del privato possa andare nella direzione della condivisione della funzione amministrativa con il soggetto pubblico, il quale resta fermo nel suo ruolo di decisore<sup>8</sup>.

Il che significa anche che, al netto del contributo del privato, comunque le misure di *welfare* sono

---

<sup>6</sup> Così L. TORCHIA, *Welfare, diritti sociali e federalismo*, in *astrid-online.it*. Secondo l'Autrice, per effetto del ricorso al contributo dei privati, ai principi e agli istituti del diritto dei privati, «sicuramente si assiste, invece, ad una diversificazione del ruolo dei poteri pubblici, chiamati sempre più spesso a regolare e controllare l'erogazione delle prestazioni, piuttosto che a produrle e distribuirle direttamente. Si verifica, così, un nuovo intreccio fra schemi di diritto pubblico e schemi di diritto privato, che produce nuovi istituti, nuove forme di interazione e nuove configurazioni giuridiche a carattere settoriale e speciale, grazie alle quali la "specialità" del diritto pubblico si comunica agli istituti di diritto privato e la flessibilità di questi ultimi erode le categorie del diritto pubblico».

<sup>7</sup> V., in particolare, M. D'ARIENZO, *La salute ai tempi della spending review: come conciliare il controllo della spesa sanitaria con l'effettività del diritto alla salute e della relativa tutela giurisdizionale*, in *Il diritto dell'economia*, 2018, 3, 1083 e ss.; M. MORANA, *La tutela della salute fra competenze statali e regionali: indirizzi della giurisprudenza costituzionale e nuovi sviluppi normativi*, in *AIC*, 2018, 1, 9; L. ANTONINI, *Il diritto alla salute e la spesa costituzionalmente necessaria: la giurisprudenza costituzionale accende il faro della Corte*, in *www.federalismi.it*, 2017, 22; D.U. GALETTA, *La tutela dei diritti fondamentali (in generale, e dei diritti sociali in particolare) nel diritto UE dopo l'entrata in vigore del Trattato di Lisbona*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, 2013, 1175 e ss.; A. BRANCASI, *Il funzionamento dell'Unione europea nel Trattato di Lisbona e dopo il Fiscal Compact*, in A. Iacoviello (a cura di), *Governance europea tra Lisbona e fiscal compact: gli effetti dell'integrazione economica e politica europea sull'ordinamento nazionale. Atti del Convegno*, Roma, 29-30 ottobre 2014, Milano, 2016, 99-120; A. MORRONE, *Pareggio di bilancio e stato costituzionale*, in *AIC*, 2014, 1; A. MORRONE, F. MINNI, *Il diritto alla salute nella giurisprudenza della Corte costituzionale*, in *Rivista AIC*, 2013, n. 9, 1-12; R. BALDUZZI, D. SERVETTI, *La garanzia costituzionale del diritto alla salute e la sua attuazione nel Servizio sanitario nazionale*, in R. Balduzzi, G. Carpani, (a cura di), *Manuale di diritto sanitario*, 2013, 13-88.

<sup>8</sup> In argomento v. G. ARENA, *Un approccio sistemico all'amministrazione condivisa*, in G. Arena, M. Bombardelli, *L'Amministrazione condivisa*, Trento, 22, 1 ss. Secondo l'Autore «nel modello dell'amministrazione condivisa, invece, l'ipotesi era che cittadini e amministrazioni condividessero non l'esercizio del potere bensì della funzione amministrativa, condividendo risorse e responsabilità per risolvere insieme problemi di interesse generale».

condizionate dalle previsioni in termini di spesa. Sicché, su questo solco ci si deve interrogare sui limiti di questo condizionamento ogniqualvolta esso determina un'attuazione delle norme contraria alla *ratio* perseguita e, in concreto, produttiva di ingiustizie sociali.

Alla luce di tanto si ipotizza un ragionamento con riserva di provarlo appresso. La premessa maggiore consiste nel convincimento che le previsioni in materia di spesa pubblica, in particolare il principio del pareggio di bilancio<sup>9</sup>, imperativo categorico per le Amministrazioni, sono un problema che attiene allo Stato e alla sua organizzazione; la premessa minore coincide con il convincimento che l'intervento dello Stato sulla salute, nonché sulle condizioni del lavoro, pubblico o privato, si concretizza attraverso misure di *welfare*. Infine, la conclusione è che il punto di equilibrio tra misure di *welfare* e bilancio deve coincidere il raggiungimento di un livello di adeguatezza non sacrificabile che cristallizzi, in osservanza ai principi generali dell'ordinamento e in maniera rigorosa, il punto di convergenza tra quelle (opposte) esigenze.

### 3. UN MODELLO EMBLEMATICO: TUTELA DELLA SALUTE E *WELFARE*.

Muovendo dall'analisi delle misure di *welfare* nel settore sanitario, sovengono in apertura due considerazioni.

*La prima*: il diritto alla salute è l'unico diritto inviolabile a essere qualificato come 'fondamentale'<sup>10</sup> dalla Costituzione nell'articolo 32<sup>11</sup>, che ne mette in evidenza il carattere polisemico: quello individuale e quello collettivo. La salute, cioè, si atteggia sia come diritto del singolo sia come interesse della comunità, essendo compenetrata da un diritto di libertà, connesso all'autodeterminazione individuale, e da un diritto sociale di tipo prestazionale e assistenziale.

---

<sup>9</sup> Il principio costituzionale del pareggio di bilancio di cui all'art. 81 Cost., introdotto con l. cost. 20 aprile 2012, n. 1, è entrato in vigore a partire dall'esercizio finanziario relativo al 2014. Cfr. in tal senso art. 6, co. 1, l. cost. n. 1/12 cit. La prima reazione all'ingresso di questo principio nel panorama giuridico è stato il timore che la costituzionalizzazione di questo principio avrebbe ridotto le tutele dei diritti fondamentali. In tal senso v. A. RUGGERI, *Maggiore o minore tutela nel prossimo futuro per i diritti fondamentali*, in [www.consultaonline.it](http://www.consultaonline.it), 2015, 1; G. PITRUZZELLA, *Crisi economica e decisioni di governo*, in *Quad. cost.*, 2014, 1, 9; A. MORRONE, *Pareggio di bilancio e Stato costituzionale*, in *Associazione italiana dei costituzionalisti*, 2014, 1; A. MORRONE, *Crisi economica e diritti. Appunti per lo Stato costituzionale in Europa*, in *Quad. cost.*, 2014, 1, 84; M. SALERNO, *Solidarietà e cooperazione tra territori*, in [www.gruppodipisa.it](http://www.gruppodipisa.it), 2014; R. Perez, *Dal bilancio in pareggio all'equilibrio tra le entrate e le spese*, in *Giorn. Dir. Amm.*, 2012, 10, 932 e ss.; D. TEGA, *I diritti sociali nella dimensione multilivello tra tutele giuridiche e politiche di crisi economica*, in *Relazione al Convegno annuale dell'Associazione Gruppo di Pisa, I diritti sociali: dal riconoscimento alla garanzia. Il ruolo della giurisprudenza*, Trapani, 9-10 giugno 2012, in [www.gruppodipisa.it](http://www.gruppodipisa.it); M. NARDINI, *La legge n. 243/2012 e l'adeguamento dell'ordinamento nazionale alle regole europee di bilancio*, in [www.osservatoriosullefonti.it](http://www.osservatoriosullefonti.it), 2013, 1; S. NICODEMO, *Decisioni di bilancio e autonomia: un difficile equilibrio tra contabilità e crescita per le autonomie locali*, in *Relazione al Convegno, Decisione di bilancio e sistemi di governo. Vincoli europei e processi nazionali*, Genova, 11-12 ottobre 2013; G. F. CARTEI, *Il principio di equilibrio economico-finanziario*, in M. Renna, F. Saitta (a cura di), *Studi sui principi del diritto amministrativo*, Milano, 2012, 561 e ss.

<sup>10</sup> Sul diritto alla salute come diritto sociale fondamentale si rinvia, fra gli altri, a C. MORTATI, *La tutela della salute nella Costituzione italiana*, ora in *Raccolta di scritti*, III, Milano, 1972, 433 ss.; B. CARAVITA, *La disciplina costituzionale della salute*, in *Diritto e società*, 1984, 31 ss.; M. LUCIANI, *Diritto alla salute* (dir. cost.), in *Enc. Giur.*, XXVII, Roma, 1991, 2 ss.; C. BOTTARI, *Il diritto alla tutela della salute*, in P. Ridola, R. Nania (a cura di), *I diritti costituzionali*, II, Giappichelli, Torino, 2001, 1101 ss.; M. LUCIANI, *I livelli essenziali delle prestazioni in materia sanitaria tra Stato e Regioni*, in E. Catelani, G. Cerrina Feroni, M. C. Grisolia (a cura di), *Diritto alla salute tra uniformità e differenziazione. Modelli di organizzazione sanitaria a confronto*, Torino, 2011, 13.

<sup>11</sup> Secondo cui, come è noto, «la Repubblica tutela la salute come fondamentale diritto dell'individuo e interesse della collettività, e garantisce cure gratuite agli indigenti» (comma 1°).

Nella sua dimensione comunitaria, la soddisfazione dell'interesse passa attraverso un apparato organizzativo che deve essere in grado di assicurare le prestazioni sanitarie e assistenziali richieste dal cittadino; diversamente la libertà del singolo di autodeterminazione verrebbe meno e la salute sarebbe compromessa<sup>12</sup>. Da qui, l'interdipendenza delle due anime: quella individuale e quella collettiva anzidette.

Il che significa, ancora, che la salute, sia come diritto di libertà sia come diritto sociale (a una prestazione sanitaria/assistenziale) ovvero come interesse di comunità, abbisogna di un momento organizzativo e gestionale. L'organizzazione delle risorse e la relativa gestione, infatti, permettono il (buon) governo dell'evoluzione delle tecnologie gestionali, diagnostiche e terapeutiche e, pertanto, il raggiungimento di adeguati *standard* operativi e di appropriatezza delle cure. Proprio in questo segmento sovrapposto di organizzazione e di gestione si innestano valutazioni di tipo finanziario e, più nello specifico, di sostenibilità economica<sup>13</sup>.

È del resto indubbio che l'adeguatezza dell'articolazione organizzativa e delle dotazioni strutturali e di mezzi dipende direttamente dalle risorse finanziarie dedicate.

Sicché, il sistema sanitario è guidato non soltanto dal principio di buon andamento e dai suoi corollari di economicità, di efficacia e di efficienza dell'azione amministrativa, ma anche dal principio di equilibrio del bilancio<sup>14</sup>.

*La seconda considerazione:* pur essendo 'fondamentale', dunque, il diritto alla salute può essere inciso, in ordine al *quomodo*, da misure finanziarie o organizzative. Secondo il piano insegnamento della Corte costituzionale, queste misure non possono agire sul nucleo essenziale, ossia connesso alla dignità della persona, perciò irriducibile del diritto.

Il che significa che, pur essendo finanziariamente condizionato, il diritto alla salute non può essere inciso oltremodo e, comunque, nel suo nocciolo duro.

Fermo questo approdo di riflessione, con una nota pronuncia del 2016, la n. 275, la Consulta ha chiarito altresì che è «la garanzia dei diritti incompressibili ad incidere sul bilancio, e non l'equilibrio di questo a condizionarne la doverosa erogazione»<sup>15</sup>.

Da qui discendono (almeno) tre corollari: siffatti diritti sono attuati attraverso l'erogazione di un servizio ovvero di una prestazione; la garanzia del loro esercizio ovvero della loro attuazione rappresenta una voce di spesa e, allo stesso tempo, una priorità costituzionale alla quale ogni determinazione politica di allocazione delle risorse deve adeguarsi; quella voce di spesa è capace di incidere sulla discrezionalità del Legislatore. Tant'è che,

---

<sup>12</sup> In questi termini v. G. M. RACCA, *Salute*, in *Enciclopedia del Diritto*, diretta da B. G. Mattarella, M. Ramajoli, 2021, p. 997.

<sup>13</sup> V. E. MENICETTI, *L'aziendalizzazione dell'organizzazione del Servizio sanitario nazionale: l'azienda USL nelle attuazioni regionali*, in S. Civitarese Matteucci, M. Dugato, A. Pioggia, G. M. Racca (a cura di), *Oltre l'aziendalizzazione del Servizio Sanitario: un primo bilancio*, Milano, 2008, p. 24.

<sup>14</sup> G. BOTTINO, *Il nuovo articolo 97 della Costituzione*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2014, n. 3, p. 691.

<sup>15</sup> Per i commenti alla sentenza v. E. FURNO, *Pareggio di bilancio e diritti sociali: la ridefinizione dei confini nella recente giurisprudenza costituzionale in tema di diritto all'istruzione dei disabili*, in [www.giurcost.org](http://www.giurcost.org); A. LONGO, *Una concezione del bilancio costituzionalmente orientata: prime riflessioni sulla sentenza della Corte costituzionale n. 275 del 2016*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); F. BLANDO, *Soggetti disabili e istruzione: la lotta per il diritto*, in [www.federalismi.it](http://www.federalismi.it); S. ROSSI, *Limiti di bilancio e diritti fondamentali delle persone con disabilità - Corte cost. n. 275/2016*, in [www.personaedanno.it](http://www.personaedanno.it), 2017.

negli ultimi decenni, il sistema sanitario è stato sottoposto a significativi interventi legislativi volti a contenere la spesa sanitaria accresciuta dall'evoluzione delle cure e della tecnologia applicata al settore, nonché dall'aumento della domanda sociale<sup>16</sup>.

Questa scelta di politica legislativa (di contenimento) è stata affiancata, sotto il profilo organizzativo, dalla diffusione di un modello aziendale privatistico<sup>17</sup>, favorita dal convincimento che quel modello potesse riscontrare meglio (e prima) la domanda di assistenza sociale.

L'esperienza pandemica, però, ha rappresentato una pietra d'inciampo per la svolta privatistica, sollecitando un profondo ripensamento sia della idoneità del mercato a soddisfare la domanda di *welfare* sia, più in generale, della stessa teorica dei diritti 'finanziariamente condizionati', apprezzabili *sul* mercato e condizionabili appunto dalla domanda e dalla offerta formulate *nel* mercato; stimolando altresì l'avvio di un confronto sulla riorganizzazione dell'intero sistema sanitario.

Nell'emergenza, infatti, l'organizzazione del sistema sanitario ha via via 'mutato pelle' per fronteggiare il rischio povertà accresciuto in modo generalizzato, nonché la dilagante domanda di assistenza sanitaria.

Il mutamento è coinciso, in particolare, con un impattante interventismo europeo<sup>18</sup>, a seguito della sospensione, pur temporanea, del Patto di stabilità, che ha agevolato, a sua volta, l'intervento dello Stato. Pur nei (prudenti) margini di manovra concessi dall'Unione europea, lo Stato è tornato, infatti, a occuparsi di *welfare* tramite eterogenee forme di agevolazioni alle imprese, ai professionisti e alle famiglie elargite già nella pandemia e, poi, contemplate anche dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza<sup>19</sup>.

Quest'ultimo, adottato all'indomani dell'emergenza sanitaria per trainare lo Stato fuori dalla crisi che ne era scaturita, ha puntato il faro sulle infrastrutture, sull'aggiornamento tecnologico e digitale delle strutture sanitarie con lo scopo di assicurare parità di accesso al servizio sanitario, rafforzando in particolare l'erogazione del servizio a livello locale e di prossimità<sup>20</sup>, attraverso ad esempio gli «ospedali di prossimità», dedicati a pazienti con patologie lievi o recidive croniche, nonché attraverso le «case di comunità» per rafforzare l'assistenza

---

<sup>16</sup> In argomento v. A. PIOGGIA, *La sanità italiana di fronte alla pandemia. Un banco di prova che offre una lezione per il futuro*, in *Diritto pubblico*, 2020, 2, p. 385.

<sup>17</sup> In argomento v. A. PIOGGIA, *La riforma sanitaria e l'introduzione di elementi aziendalistici nelle organizzazioni sanitarie pubbliche*, in A. Pioggia, S. Civitarese Matteucci, G.M. Racca, M. Dugato, (a cura di), *I servizi sanitari: organizzazione, riforme e sostenibilità. Una prospettiva comparata*, Rimini, 2011, 79-89.

<sup>18</sup> L'Unione ha, infatti, aumentato il proprio intervento in ambito sociale con la spesa pubblica finanziata con il debito comune nonché tramite forti incentivi alla ricerca sulla vaccinazione anti-covid. Si rinvia, a titolo esemplificativo, al Next Generation EU, ossia a quell'insieme di misure e di fondi finalizzati a sostenere la modernizzazione delle infrastrutture sociali di sanità, istruzione e formazione e dei servizi sociali degli Stati membri dell'Unione per un valore complessivo di 806, 9 miliardi di euro. Quelle misure attribuiscono priorità agli investimenti per la transizione digitale e per la transizione verde, ma nel settore in parola, l'Unione è intervenuta anche con l'approvazione della direttiva europea sul salario minimo e con l'introduzione di uno strumento per mitigare i rischi di disoccupazione in caso di emergenze.

<sup>19</sup> V. A. PIOGGIA, *La sanità nel Piano di Ripresa e Resilienza*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2022, 2, 113 ss. L'Autrice osserva che «l'orizzonte temporale di cinque anni e l'investimento economico dovrebbero essere funzionali non solo alla ripresa delle attività come prima della pandemia, ma anche e soprattutto a superare quelle criticità che quest'ultima ha fatto emergere più o meno omogeneamente su tutti il territorio nazionale. Le misure contenute nel PNRR perseguono perlomeno tre importanti obiettivi: quello della ridefinizione della sanità territoriale, attraverso un investimento su modelli di prestazione e formule organizzative che promuovono la prossimità delle cure, quello della promozione di ricerca e innovazione e quello dell'ammodernamento, rafforzamento e digitalizzazione» (115).

<sup>20</sup> M. A. SANDULLI (a cura di), *L'assistenza domiciliare integrata*, Napoli, 2021.

domiciliare e le Centrali operative territoriali per gestire i servizi domiciliari, nonché la diffusione della domotica e della telemedicina per garantire una meticolosa assistenza domiciliare. Tutto ciò nel tentativo di recuperare un ruolo nella gestione di un diritto fondamentale, come la salute, per lo Stato fino a quel momento eclissato dall'intervento dell'operatore privato nelle sue molteplici forme (cittadini, società *for profit* e *no profit*, enti del Terzo settore *et similia*).

L'ampiezza degli obiettivi fissati, nonché la loro complessità e l'elevato costo di realizzazione hanno rivelato fin da subito le carenze del mercato: con la conseguenza che, come anticipato, è stata messa in dubbio prima di tutto la capacità dello stesso di assecondare l'esigenza di ammodernare il sistema nel complesso; poi, è stata indubbiata la stessa tenuta della teoria secondo cui (anche) la salute è un diritto «finanziariamente condizionato»; infine, ha preso piede la necessità di ripensare il diritto alla salute come «funzione pubblica»<sup>21</sup>, riservata allo Stato, agli Enti pubblici e a quelli (ad essi) equiparati, e, al postutto, ai privati in un contesto di amministrazione condivisa ai sensi dell'art. 118, ult. comma della Costituzione<sup>22</sup>.

Da qui, peraltro, dipende l'ormai comune convincimento per cui, una volta definito normativamente il nucleo invalicabile di garanzie minime delle prestazioni sanitarie, esso non può essere reputato finanziariamente condizionato fino a intaccare il valore fondamentale della dignità umana, che – come chiarito anche in dottrina – «va presidiata attraverso la qualità e l'indefettibilità del servizio sanitario»<sup>23</sup>. Non si tratta, cioè, di intaccabilità mera della dignità umana, ma piuttosto di conservazione della qualità *essenziale* dei servizi e delle prestazioni che su di essa possono incidere, arrecandone nocumento.

Anche sul concetto di *essenzialità* della prestazione sovengono, tuttavia, alcune perplessità; il concetto è, infatti, nebuloso, ricorrendo (almeno) tre ipotesi interpretative definitorie. La prima: l'essenzialità coincide, in termini assoluti e, finanziariamente condizionati, con la sufficienza della prestazione; la seconda: l'essenzialità va a descrivere l'adeguatezza della prestazione; infine, la terza: l'essenzialità si identifica, in termini relativi, con l'appropriatezza della prestazione in relazione alle condizioni in cui versa il soggetto che ne beneficia.

Sicché il pendolo dell'essenzialità oscilla tra le esigenze di bilancio (prima opzione interpretativa) e quelle di equità e di giustizia, in una parola di benessere (seconda e terza opzione).

In ogni caso, da qui discende che lungi dall'essere mero risparmio di spesa, l'economicità dell'azione amministrativa consiste piuttosto nell'appropriatezza e nella proporzionalità della spesa sanitaria rispetto all'obiettivo fissato così da assicurare la conservazione della qualità delle prestazioni erogate.

Ora, il giudizio di appropriatezza, nonché di proporzionalità della spesa deve essere riservato all'Amministrazione, già depositaria della funzione di assistenza sanitaria, sindacabile dal Giudice amministrativo (soltanto) in ipotesi di inattendibilità, irragionevolezza oppure illogicità della decisione attraverso il filtro (del

---

<sup>21</sup> G. M. RACCA, *Salute*, in *Enciclopedia del Diritto, Estratto da I Tematici III-2022*, Milano, 995 ss. Secondo l'Autrice «solo l'esperienza pandemica ha evidenziato la gravità delle conseguenze del considerare la salute come diritto «finanziariamente condizionato», apprezzabile nel suo valore di mercato, conducendo alla necessità di ripensare il diritto alla salute — il «diritto sociale per eccellenza» — come funzione pubblica» (1004).

<sup>22</sup> V. G. ARENA, *Un approccio sistemico all'amministrazione condivisa*, cit.

<sup>23</sup> Così C. COST. 10 aprile 2020, n. 62.



vizio) dell'eccesso di potere.

Sovviene in argomento una sentenza del Consiglio di Stato: ivi i Giudici di Palazzo Spada hanno reputato illegittimo e, per l'effetto, hanno annullato il provvedimento con cui un'Amministrazione sanitaria locale aveva negato la richiesta del genitore di un minore colpito dallo spettro autistico di ottenere (in via diretta o indiretta, ossia tramite elargizioni economiche) l'erogazione della prestazione di assistenza domiciliare e nei contesti di vita per almeno 25 ore settimanali. Il Consiglio di Stato ha condiviso la tesi, formulata dall'appellante, secondo cui la prestazione pretesa rientrasse nei livelli essenziali di assistenza; in particolare il Collegio ha ritenuto che il provvedimento di diniego avrebbe dovuto piuttosto contenere «una valutazione in sintonia con l'appropriatezza di una strategia di intervento di carattere multidisciplinare, tesa ad abbracciare metodologie curative di tipo sanitario, socio-sanitario e socio-assistenziale, onde consentire all'organo prescrittore (ovvero al N.P.I.A.A.) l'individuazione del trattamento più confacente in relazione alla peculiare fisionomia che il disturbo assume nel paziente considerato ed al bisogno assistenziale che il medesimo, in un contesto non avulso dal sistema di relazioni in cui è inserito, concretamente manifesta (multidisciplinarietà che, sul piano concretamente assistenziale, si traduce nella presa in carico globale del paziente autistico, onde garantirne l'integrazione scolastica, sociale, familiare nei diversi “setting” assistenziali)». Siffatta valutazione (di appropriatezza) avrebbe indotto l'Amministrazione ad avvedersi del fatto che le prestazioni erogate non erano sufficienti ad assicurare l'intervento preteso in regime domiciliare e nei contesti di vita per almeno 25 ore settimanali.

Ebbene, la pronuncia dà atto della compromissione (e della compressione) che la tutela della salute può subire per effetto di una limitata attività istruttoria e/o di interpretazione del diritto positivo. Così che dall'attuazione della medesima disciplina legislativa possono derivare interpretazioni antitetiche e, di conseguenza, effetti concreti notevolmente lesivi delle posizioni giuridiche fatte valere.

La fattispecie trattata è singolare perché mette in scena, in definitiva, una distorsione, altrettanto singolare, del *welfare* sanitario: un istituto come i livelli essenziali<sup>24</sup> di assistenza, che dovrebbe servire a implementare le tutele delle categorie più bisognose, in concreto si rivela – per effetto dell'interpretazione miope dell'Amministrazione interessata<sup>25</sup> – una sorta di scatola chiusa destinata ad applicarsi (soltanto) a ipotesi

---

<sup>24</sup> In argomento v. G. GUIGLIA, *I livelli essenziali delle prestazioni sociali alla luce della recente giurisprudenza costituzionale e dell'evoluzione interpretativa*, Padova, 2007; G.U. RESCIGNO, *I diritti civili e sociali tra legislazione esclusiva dello Stato e delle Regioni*, in S. Gambino (a cura di), *Il nuovo ordinamento regionale. Competenze e Diritti*, Milano, 2003, 107 ss.; R. BIFULCO, “*Livelli essenziali*”, *diritti fondamentali e statuti regionali*, in T. Groppi, M. Olivetti (a cura di), *La Repubblica delle autonomie. Regioni ed enti locali nel nuovo titolo V*, Torino, 2003, 137 ss.; E. BALBONI, *Il concetto di “livelli essenziali e uniformi” come garanzia in materia di diritti sociali*, in *Le Istituzioni del federalismo*, 2001, 1103 ss.; C. PINELLI, *Sui “livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali” (art. 117, com. 2, lettera m), Cost.*, in *Dir. pubbl.*, 2002, 881 ss.; M. BELLETTI, *I “livelli essenziali delle prestazioni concernenti i diritti civili e sociali...” alla prova della giurisprudenza costituzionale. Alla ricerca del parametro plausibile...*, in *Le istituzioni del federalismo*, 2003, 613 ss.

<sup>25</sup> Talvolta persino condivisa dalla giurisprudenza: ha destato scalpore e malumore la pronuncia del Consiglio di Stato n. 7089 del 2024 la quale, in frontale contrasto con il precedente orientamento espresso dallo stesso Consiglio di Stato a partire dalla nota sentenza n. 2023 del 2017, ha reputato, in materia di inclusione scolastica di minori con disabilità, che l'Amministrazione comunale disponga di un irriducibile margine di apprezzamento discrezionale nella determinazione delle concrete modalità di conformazione della prestazione le quali, infatti, «risentono, da un lato, del limite complessivo delle risorse disponibili (beninteso, limite operante rispetto all'insieme complessivo delle misure richieste) e, dall'altro, delle specifiche modalità attuative nonché degli standard qualitativi previsti dal menzionato Accordo in sede di Conferenza unificata [previsto dall'art. 3, comma 5 bis del D.lgs. n. 66

rigorosamente riconducibili a esso, di fatto contenendo in misura irragionevole le potenzialità di applicazione e, quindi, di disseminazione delle relative tutele.

Se si considera che la configurazione dei livelli essenziali di assistenza discende dal bisogno di individuare un livello di prestazioni e servizi assicurato dal Sistema sanitario nazionale a tutti i cittadini a titolo gratuito ovvero dietro pagamento di una quota di partecipazione allo scopo di garantire un omogeneo godimento del diritto alla salute su tutto il territorio nazionale, il fatto che ciascuna Amministrazione possa di volta in volta promuoverne una interpretazione più o meno estesa concretizza il rischio di un'attuazione controfunzionale del sistema di *welfare*: una sorta di corto circuito delle tutele, così irragionevolmente differenziate<sup>26</sup>, provocato da una miope interpretazione e da una conseguente distorta applicazione delle previsioni di assistenza. Il che è particolare se si considera che, come tutti i diritti sociali, anche il diritto alla salute necessita della mediazione amministrativa per l'ottenimento dell'erogazione della prestazione, ma l'impatto di una intermediazione amministrativa illegittima ovvero fondata su una istruttoria parziale su questo diritto sociale arrecherebbe, come dimostra la sentenza del Consiglio di Stato sopra richiamata, un *vulnus* particolarmente grave, potendo nuocere a quel nocciolo duro di cui fin qui s'è detto e, quindi, alla stessa dignità della persona.

#### 4. LE CONTRADDIZIONI DEL *WELFARE STATE* NELLA TUTELA DEL LAVORO PUBBLICO

Anche questo tema è complesso e richiederebbe un'analisi monotematica; per questa ragione, in questa sede si intende piuttosto mettere in risalto un profilo specifico: ossia le contraddizioni emerse dalla progressiva – e distorta – applicazione delle disposizioni racchiuse nella Legge n. 124 del 2015 (da qui anche Legge o riforma 'Madia')<sup>27</sup> e finalizzate alla riduzione del precariato nel lavoro pubblico ovvero al suo riassorbimento nella

---

*del 2017, volto a definire le modalità attuative degli interventi e dei servizi di inclusione scolastica di competenza degli enti territoriali, ivi comprese le modalità e le sedi per l'individuazione e l'indicazione, nei limiti delle risorse disponibili, del fabbisogno di servizi, delle strutture e delle risorse professionali, nonché i relativi standard qualitativi: n.d.r.].».* Il Collegio ha, inoltre, richiamato il principio di derivazione convenzionale (risalente, cioè, alla Convenzione ONU sui diritti delle persone con disabilità) dell'accomodamento ragionevole in forza del quale le Istituzioni mettono in atto adattamenti necessari ed appropriati che non impongano un onere sproporzionato o eccessivo adottati, ove ve ne sia necessità in casi particolari, per garantire alle persone con disabilità il godimento e l'esercizio, su base di uguaglianza con gli altri, di tutti i diritti umani e delle libertà fondamentali. Da qui il Collegio ha ricavato che non si possa esigere che l'Autorità pubblica appresti misure solidaristiche di inclusione con oneri insopportabilmente sproporzionati o eccessivi, tali da mettere a rischio la copertura finanziaria di queste politiche nel medio-lungo periodo».

<sup>26</sup> In argomento v. M. BERGO, *I nuovi livelli essenziali di assistenza. Al crocevia fra la tutela della salute e l'equilibrio di bilancio*, in *Rivista AIC*, n. 2, 2017.

<sup>27</sup> Com'è noto la Legge di riforma Madia ha interessato diversi settori dell'ordinamento; tra questi: il codice dell'Amministrazione digitale; la conferenza di servizi, la segnalazione certificata di inizio attività; la trasparenza delle pubbliche Amministrazioni con la novella del diritto di accesso generalizzato; i piani e i responsabili anticorruzione; la white list antimafia; le intercettazioni; il ruolo e le funzioni della Presidenza del Consiglio, l'organizzazione dei ministeri; l'ordinamento sportivo; le autorità portuali; le camere di commercio; la dirigenza pubblica e i segretari comunali e provinciali; gli enti pubblici di ricerca; il lavoro pubblico; le società partecipate da pubbliche amministrazioni; i servizi pubblici locali; il processo davanti alla Corte dei conti et similia. Alcune deleghe sono state attuate nel termine assegnato; altre sono state eseguite successivamente. Di particolare interesse sono state le misure relative alla riforma della pubblica Amministrazione e, in particolare, alla semplificazione dell'attività amministrative, nonché al pubblico impiego.

pubblica Amministrazione.

La premessa da cui muove il ragionamento che segue consiste nel convincimento che il risparmio di spesa non possa essere perseguito con la precarietà del lavoro perché questa condizione determina un insidioso circolo vizioso<sup>28</sup>.

Dalla precarietà deriva l'incertezza sulle sorti di un rapporto di lavoro, nonché sull'aspettativa di stabilità economica e sociale che da esso discende. Proprio sull'incertezza e sulla instabilità ha fatto leva negli anni il Legislatore per introdurre misure di stabilizzazione: le quali, a loro volta, nel particolare e nel breve periodo, risolvono il problema della precarietà; nel generale e nel lungo periodo, cozzano con i principi generali di accesso al pubblico impiego tramite concorso, di imparzialità e di buon andamento dell'azione amministrativa, consolidando via via gli effetti di questo contrasto.

Da questo angolo di osservazione, dunque, pur incidendo in maniera significativa (e favorevole) sulla posizione dei lavoratori precari (poi effettivamente stabilizzati), le misure di stabilizzazione incidono sul fascio di diritti e interessi della pleora di soggetti potenzialmente interessati a concorrere per un impiego pubblico, nonché, in definitiva sullo stesso interesse dell'Amministrazione pubblica a disporre delle migliori risorse umane selezionate all'esito di una procedura concorsuale.

Il punto di equilibrio tra le opposte esigenze è racchiuso dal Legislatore nei presupposti necessari per ricorrere alle misure di stabilizzazione tra cui, in particolare: la specificazione e dell'ambito soggettivo e oggettivo di applicazione e del tempo massimo di applicazione.

Nondimeno, residua da verificare se nella concreta attuazione della disciplina di riferimento quell'equilibrio sia stato conservato oppure se, nella prassi, esso sia stato in qualche maniera alterato.

Scendendo nel dettaglio della normativa di interesse sovviene l'articolo 17, comma 1 lett. a) e o) della Legge n. 124 citata<sup>29</sup>, il quale assegna a decreti delegati la disciplina di un modello di procedure concorsuali contraddistinto da «meccanismi di valutazione finalizzati a valorizzare l'esperienza professionale acquisita da coloro che hanno avuto rapporti di lavoro flessibile con le amministrazioni pubbliche», nonché l'individuazione di «limitate e tassative fattispecie» di lavoro flessibile.

In attuazione di quella disposizione l'art. 20 del Decreto delegato n. 75 del 2017<sup>30</sup> ha introdotto due

---

<sup>28</sup> Secondo R. CAVALLO PERIN, *Il welfare State nell'Unione europea in tempo di crisi economica e l'inesatta contrapposizione tra Stato e mercato*, in *Fenomenologia e Società*, 2013, 1, 37 e ss., 48, «povertà, disoccupazione, basso livello d'istruzione e disabilità sono tutti fattori legati alla precarietà. La questione sociale che diventa della massima importanza a lungo termine è quali capacità e competenze siano necessarie per una economia di nuovo tipo e in che modo i cittadini europei possano acquisirle».

<sup>29</sup> Secondo cui «i decreti legislativi per il riordino della disciplina in materia di lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche e connessi profili di organizzazione amministrativa sono adottati, sentite le organizzazioni sindacali maggiormente rappresentative, entro diciotto mesi dalla data di entrata in vigore della presente legge, nel rispetto dei seguenti principi e criteri direttivi, che si aggiungono a quelli di cui all'articolo 16: a) previsione nelle procedure concorsuali pubbliche di meccanismi di valutazione finalizzati a valorizzare l'esperienza professionale acquisita da coloro che hanno avuto rapporti di lavoro flessibile con le amministrazioni pubbliche, con esclusione, in ogni caso, dei servizi prestati presso uffici di diretta collaborazione degli organi politici e ferma restando, comunque, la garanzia di un adeguato accesso dall'esterno; [...]; o) disciplina delle forme di lavoro flessibile, con individuazione di limitate e tassative fattispecie, caratterizzate dalla compatibilità con la peculiarità del rapporto di lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche e con le esigenze organizzative e funzionali di queste ultime, anche al fine di prevenire il precariato; [...]».

<sup>30</sup> Secondo cui «le amministrazioni, al fine di superare il precariato, ridurre il ricorso ai contratti a termine e valorizzare la professionalità acquisita dal personale con rapporto di lavoro a tempo determinato, possono, fino al 31 dicembre 2023, in coerenza con il piano

modalità operative per la stabilizzazione dei dipendenti pubblici precari: l'una automatica e l'altra subordinata all'espletamento di una procedura concorsuale riservata. Ambedue le modalità sono strumentali a contenere il fenomeno del precariato nel settore pubblico e a valorizzare, allo stesso tempo, l'esperienza professionale acquisita da coloro che hanno prestato la propria opera all'interno dell'apparato pubblico in forza di contratti di lavoro flessibile<sup>31</sup>.

In particolare, il Legislatore delegato ha previsto la possibilità per le pubbliche Amministrazioni di indire nuove procedure concorsuali, nella misura del 50% dei posti disponibili, per i lavoratori con contratto di lavoro flessibile selezionati dall'Amministrazione all'esito di una procedura concorsuale. Ancora, allo scopo precipuo di valorizzare il lavoro svolto nelle pubbliche Amministrazioni, ancorché in modalità interinale, quel Decreto ha contemplato il ricorso a progressioni interne attraverso procedure selettive riservate nel triennio 2018-2020 sul 20% dei posti disponibili con divieto per le Amministrazioni di ricorrere a contratti di collaborazione e a condizione che i candidati disponessero dei seguenti requisiti: alla data in vigore del Decreto n. 75, fossero impiegati con contratti a tempo determinato presso l'Amministrazione che procedeva all'assunzione; fossero stati selezionati all'esito di procedure concorsuali; avessero maturato alle dipendenze dell'Amministrazione che procedeva all'assunzione almeno tre anni di servizio, anche non continuativi, negli ultimi otto anni.

A ciò deve aggiungersi che, in linea con quanto stabilito dalla Legge delega, il comma 5 dell'art. 20 citato ha vietato, tra l'altro, alle Amministrazioni interessate di instaurare ulteriori rapporti di lavoro flessibile di cui all'art. 9, comma 28, del Decreto legge n. 78 del 2010, per le professionalità oggetto di stabilizzazione, fino a che non fossero concluse le assunzioni dirette e le procedure concorsuali riservate.

A dire della Commissione per gli atti normativi insediata presso il Consiglio di Stato, il Legislatore delegato ha perseguito l'obiettivo di «creare un apparato professionale qualificato ed adeguato, regolato dal merito e orientato al servizio, capace di interagire fattivamente con le esigenze dell'utenza, secondo una logica operativa di progressiva sostituzione dell'amministrazione per atti»<sup>32</sup>.

Conferma di ciò si ha nella circostanza che, in osservanza al Decreto n. 75 e a garanzia dell'idoneità all'impiego, potevano accedere alla stabilizzazione i precari (già) reclutati dall'Amministrazione procedente con concorso pubblico. Il che è sicuramente un profilo importante se si considera che l'efficientamento e

---

*triennale dei fabbisogni di cui all'articolo 6, comma 2, e con l'indicazione della relativa copertura finanziaria, assumere a tempo indeterminato personale non dirigenziale che possieda tutti i seguenti requisiti: a) risulti in servizio successivamente alla data di entrata in vigore della legge n. 124 del 2015 con contratti a tempo determinato presso l'amministrazione che procede all'assunzione o, in caso di amministrazioni comunali che esercitino funzioni in forma associata, anche presso le amministrazioni con servizi associati; b) sia stato reclutato a tempo determinato, in relazione alle medesime attività svolte, con procedure concorsuali anche espletate presso amministrazioni pubbliche diverse da quella che procede all'assunzione; c) abbia maturato, al 31 dicembre 2022, alle dipendenze dell'amministrazione di cui alla lettera a) che procede all'assunzione, almeno tre anni di servizio, anche non continuativi, negli ultimi otto anni. 2. Fino al 31 dicembre 2024, le amministrazioni possono bandire, in coerenza con il piano triennale dei fabbisogni di cui all'articolo 6, comma 2, e ferma restando la garanzia dell'adeguato accesso dall'esterno, previa indicazione della relativa copertura finanziaria, procedure concorsuali riservate, in misura non superiore al cinquanta per cento dei posti disponibili, al personale non dirigenziale che possieda tutti i seguenti requisiti: a) risulti titolare, successivamente alla data di entrata in vigore della legge n. 124 del 2015, di un contratto di lavoro flessibile presso l'amministrazione che bandisce il concorso; b) abbia maturato, alla data del 31 dicembre 2024, almeno tre anni di contratto, anche non continuativi, negli ultimi otto anni, presso l'amministrazione che bandisce il concorso» (commi 1 e 2).*

<sup>31</sup> Con esclusione dei servizi prestati presso uffici di diretta collaborazione degli organi politici.

<sup>32</sup> Consiglio di Stato, Commissione speciale per gli atti normativi, 11 aprile 2017, n. 916.

l'ammodernamento del settore pubblico, più in generale, e dell'Amministrazione pubblica, in particolare, passano per l'adeguatezza dei dipendenti pubblici ovvero sono il riflesso della dotazione di risorse umane (dirigenziali e non).

Nonostante quest'ultima accortezza, non si può evitare di tornare, però, sul fatto che le procedure introdotte dal Legislatore delegato per superare il fenomeno del precariato contrastano con i principi racchiusi nell'art. 97 della Costituzione e, soprattutto, con quello di accesso al pubblico impiego attraverso concorso pubblico<sup>33</sup> perché quelle procedure ne rappresentano una forte deviazione.

Proprio questo aspetto ha indotto lo stesso Consiglio di Stato a sollevare alcuni dubbi sul Decreto n. 75 e a proporre, allo stesso tempo, rimedi di contenimento delle misure derogatorie e di conservazione della legalità amministrativa.

Il Consiglio di Stato<sup>34</sup> ha reputato necessaria una meticolosa attività di monitoraggio e di vigilanza del Dipartimento per la semplificazione e la pubblica Amministrazione allo scopo di contenere il ricorso a procedure derogatorie dell'evidenza pubblica e, quindi, di evitarne applicazioni 'abusive'<sup>35</sup>.

In mancanza di previsioni sanzionatorie del ricorso abusivo ai rimedi per la stabilizzazione del precariato, i Giudici di Palazzo Spada hanno insinuato il dubbio che il meccanismo legislativo di cui all'art. 20 citato aprisse il varco a una sorta di 'sanatoria generalizzata', applicata cioè oltre gli stringenti limiti di una previsione derogatoria.

Nonostante le perplessità che, come visto, hanno accompagnato l'introduzione di misure di stabilizzazione del precariato, anche più di recente il Legislatore ha ripetuto la scelta per questa modalità di reclutamento con i Decreti Legge 9 agosto 2022, n. 115 e 22 aprile 2023, n. 44<sup>36</sup>. E ancora, con il Decreto 14 marzo 2025, n. 25.

Con il primo Decreto il Legislatore ha stabilito che «al fine di valorizzare la professionalità acquisita dal personale assunto con rapporto di lavoro subordinato a tempo determinato ai sensi dell'articolo 7, comma 1, del decreto-legge 9 giugno 2021, n. 80, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2021, n. 113 [ossia con risorse del P.N.R.R.: n.d.r.], le amministrazioni assegnatarie del suddetto personale possono procedere, a decorrere dal 1° marzo 2023, nei limiti dei posti disponibili della vigente dotazione organica, alla stabilizzazione

---

<sup>33</sup> Ribadito dalla Corte costituzionale: si vedano le sentenze n. 250 del 2021 in cui è chiarito che «[d]alle procedure di "stabilizzazione" previste dall'art. 20 [del D. Lgs. n. 75 del 2017: n.d.r.] sono esclusi, per effetto della norma di chiusura contenuta nel censurato comma 9, ultimo periodo, del medesimo articolo, i lavoratori utilizzati mediante contratti di somministrazione di lavoro presso le pubbliche amministrazioni. Tale esclusione, però, non è irragionevole, in riferimento all'art. 3 Cost. La prescrizione, contenuta nella disposizione censurata, dell'instaurazione di un rapporto di lavoro a seguito di concorso pubblico, prevista con riferimento alla fattispecie del contratto a termine, non è ipotizzabile anche per la parallela fattispecie del contratto di somministrazione a tempo determinato, poiché quest'ultimo non comporta l'instaurazione di un rapporto di lavoro diretto tra lavoratore somministrato ed ente utilizzatore», nonché n. 99 del 2023 in cui è ribadito che «la disciplina sulla stabilizzazione del personale della pubblica amministrazione introduce, dunque, una deroga temporanea al principio del pubblico concorso».

<sup>34</sup> Così il parere del Consiglio di Stato, Commissione affari normativi, n. 616 del 2017 cit.

<sup>35</sup> Sull'abuso del precariato nelle pubbliche amministrazioni cfr. L. ZOPPOLI, *Una riforma che riprende faticosamente il suo cammino*, in Riv. giur. lav., 2007, I, 95; M. LUCIANI, *Selezione del personale e contratto di lavoro pubblico e privato*, Napoli 2002, 119; M. MISCIONE, *La revisione degli incentivi all'occupazione e degli ammortizzatori sociali*, in Dir. Prat. Lav., 1999, 41, 2867.

<sup>36</sup> Convertito in Legge 21 giugno 2023, n. 74.

nei propri ruoli del medesimo personale, che abbia prestato servizio continuativo per almeno quindici mesi nella qualifica ricoperta, previo colloquio selettivo e all'esito della valutazione positiva dell'attività lavorativa svolta» (art. 35-bis).

Con il secondo Decreto il Legislatore ha stabilito che *«le regioni, le province, i comuni e le città metropolitane, fino al 31 dicembre 2026, possono procedere, nei limiti dei posti disponibili della vigente dotazione organica, previo colloquio selettivo e all'esito della valutazione positiva dell'attività lavorativa svolta, alla stabilizzazione, nella qualifica ricoperta, del personale non dirigenziale, che, entro il predetto termine, abbia maturato almeno trentasei mesi di servizio, anche non continuativi, negli ultimi otto anni, presso l'amministrazione che procede all'assunzione, che sia stato assunto a tempo determinato a seguito di procedure concorsuali conformi ai principi di cui all'articolo 35 del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e che sia in possesso dei requisiti di cui all'articolo 20, comma 1, lettere a) e b), del decreto legislativo 25 maggio 2017, n. 75. Le assunzioni di personale di cui al presente comma sono effettuate a valere sulle facoltà assunzionali di ciascuna amministrazione disponibili a legislazione vigente all'atto della stabilizzazione»*<sup>37</sup>.

Le disposizioni citate descrivono all'evidenza un ambito di applicazione soggettivo delle misure di stabilizzazione più circoscritto rispetto alle precedenti norme fin qui richiamate: secondo la disciplina intervenuta nel 2022, infatti, alla stabilizzazione possono ricorrere le Amministrazioni che hanno sfruttato risorse del P.N.R.R. per progetti connessi all'implementazione del Piano; secondo la disciplina del 2023, poi, alla stabilizzazione possono ricorrere Regioni ed Enti locali.

È significativa la circostanza che sia la Legge del 2022 sia quella del 2023, in continuità con il Decreto delegato n. 75, limitino la stabilizzazione ai dipendenti in servizio presso l'Amministrazione che procede all'assunzione: la misura di contenimento è, verosimilmente, giustificata dalla necessità di conservare all'interno del medesimo apparato amministrativo l'esperienza maturata sul campo dai soggetti interessati.

Il punto è importante perché in questa maniera il Legislatore ha puntato ad agevolare l'assorbimento del precariato proprio nelle Amministrazioni che lo avevano creato, anche a tutela delle aspettative e delle posizioni dei lavoratori, naturalmente interessati a conservare l'esperienza professionale acquisita.

Inoltre, deve essere evidenziato che, quando il Legislatore ha ritenuto di stabilizzare i 'precari' che avessero prestato la propria opera anche in Amministrazioni diverse da quelle intenzionate all'assunzione, lo ha previsto espressamente.

A conferma di ciò, sovengono un argomento testuale e un argomento teleologico.

Il primo: con la circolare n. 3 del 2017 il Ministro per la semplificazione e la pubblica Amministrazione, in materia di *«Indirizzi operativi in materia di valorizzazione dell'esperienza professionale del personale con contratto di lavoro flessibile e superamento del precariato»* ha previsto che soltanto per il personale degli Enti pubblici di ricerca di cui al d.lgs. n. 218/2016 e degli Enti del Servizio sanitario nazionale, *«il requisito del periodo di tre anni di lavoro negli ultimi otto anni, previsto dall'articolo 20, commi 1 lettera c) e 2, lettera b), può essere conseguito anche con attività svolta presso diversi enti e istituzioni di ricerca»* ovvero *«presso diverse amministrazioni del Servizio sanitario nazionale»*.

---

<sup>37</sup> V. art. 3, comma 5 del D.L. n. 44 del 2023.

Il secondo: la stabilizzazione del precariato attraverso assorbimento nell'Amministrazione pubblica che lo ha determinato è una misura utile in tutti i casi in cui l'esperienza professionale maturata dal funzionario non è agevolmente riproponibile all'interno di una diversa organizzazione amministrativa.

Sicché è ragionevole che la circolare n. 3 richiamata sia applicata agli Enti di ricerca e a quelli appartenenti al Servizio sanitario, ma non anche agli Enti locali: le attività svolte nei primi due tipi di enti pubblici, infatti, non hanno generalmente un collegamento diretto con il territorio di svolgimento, il quale, ad esempio nel caso degli Enti di ricerca, non coincide con il terreno di ricaduta della ricerca medesima. La ricerca, infatti, non ha confini.

Le attività svolte, invece, nelle Amministrazioni assegnatarie di risorse P.N.R.R. o nelle Regioni e negli Enti locali sono direttamente connesse all'ambito di attività ovvero al territorio di riferimento. Sicché, l'esperienza maturata all'interno di questi Enti rappresenta una sorta di formazione specialistica, progressiva e dinamica di ciascun funzionario. A titolo esemplificativo: la certissima attività di ponderazione di interessi di volta in volta coinvolti in un procedimento amministrativo complesso di pianificazione territoriale e/o urbanistica non è in alcun modo ripetibile; neppure sono trasponibili altrove le indagini istruttorie e le valutazioni conseguenti all'interno di un procedimento di governo del territorio.

Analoghe considerazioni valgono per l'ultimo decreto sopra menzionato, n. 25 del 2025; con quest'ultimo decreto, addirittura, il Legislatore ha contemplato la 'trasformazione' del contratto in scadenza in contratto a tempo indeterminato alle seguenti condizioni: deve trattarsi di soggetti reclutati per l'implementazione dei progetti P.N.R.R. perché in possesso del diploma di specializzazione per le tecnologie applicate ovvero del diploma di specializzazione superiore per le tecnologie applicate rilasciato dagli Istituti tecnologici superiori (ITS Academy); devono sussistere i requisiti per l'accesso al pubblico impiego, ivi incluso quello relativo al possesso del titolo di studio, e la valutazione positiva del servizio prestato.

Da qui discende, in prima battuta, l'interesse dell'Amministrazione a conservare il *know how* esperienziale raggiunto dai propri dipendenti, ancorché reclutati con contratti di volta in volta rinnovati; in seconda battuta, come anticipato, l'interesse del soggetto a ottenere l'auspicata stabilità lavorativa, nonché economica, familiare e, più in generale, sociale.

Al netto delle superiori considerazioni, anche con le Leggi del 2022, del 2023 e del 2025 il Legislatore ha inteso superare il fenomeno del precariato nel pubblico impiego; ridurre il ricorso ai contratti a termine e valorizzare la professionalità acquisita dal personale con contratto a tempo determinato. Nel panorama normativo di riferimento, pertanto, anche le disposizioni citate, art. 35-*bis* del D.L. 115 del 2022 e art. 3 del D.L. 44 del 2023, nonché art. 1 del D.L. n. 25 del 2025 sono eccezionali rispetto al principio generale di accesso al pubblico impiego tramite concorso pubblico<sup>38</sup>.

La tesi della natura eccezionale è avvalorata (anche) dalla contenuta finestra temporale entro la quale le Amministrazioni pubbliche possono ricorrere alla stabilizzazione in alternativa al (tradizionale) concorso

---

<sup>38</sup> Secondo P. PERLINGIERI (in *Manuale di Diritto civile*, Napoli, 2020) «la distinzione tra norme regolari ed eccezionali dipende dalla conformità o difformità dai principi che ne costituiscono il fondamento razionale. Le norme, se conformi ai principi e al sistema normativo, sono regolari; se ispirate ad un principio diverso e particolare nell'ambito del sistema, sono eccezionali» (p. 193).

pubblico.

Questa qualità delle disposizioni ne comprime naturalmente l'applicazione dal punto di vista oggettivo, oltre che temporale: infatti, esse non possono trovare applicazione in fattispecie analoghe o addirittura diverse da quelle espressamente contemplate.

Ciò nonostante, le Amministrazioni pubbliche hanno sviluppato, e via via consolidato una prassi<sup>39</sup> (addirittura) antitetica, reclutando a tempo indeterminato figure professionali specifiche selezionate tra soggetti che avessero conseguito i requisiti di anzianità richiesti dalla normativa richiamata anche presso Amministrazioni diverse da quelle interessate all'assunzione, ancorché ad esse connesse da un vincolo di tipo associativo.

A titolo esemplificativo, è accaduto che Enti locali si siano costituiti in consorzi e, all'interno di questi ultimi, abbiano proceduto al reclutamento di soggetti che avevano raggiunto l'anzianità professionale all'interno delle singole Amministrazioni aderenti al Consorzio medesimo. Sebbene, come anticipato, esista una continuità tra le Amministrazioni comunali aderenti e il consorzio in parola, senza dubbio si tratta di soggetti pubblici distinti per struttura, per funzione *et similia*.

Sicché, l'applicazione delle modalità di stabilizzazione di cui all'art. 3 citato nel contesto sopra descritto rappresenta un fuor d'opera perché violativa sia dei più generali principi di buon andamento, di imparzialità e di parità di trattamento sia della normativa richiamata.

Considerazioni analoghe devono essere svolte con riferimento all'ipotesi opposta in cui l'Amministrazione procedente inserisca nel bando prescrizioni (ulteriormente) restrittive con riguardo alle figure professionali interessate alla procedura: in argomento, il Consiglio di Stato ha osservato che la clausola limitativa che non trovi riscontro nella normativa applicabile e che quindi consista in un ulteriore requisito aggiunto, in sede attuativa, dall'Amministrazione è obiettivamente incongrua perché «oltre ad essere penalizzante per una specifica categoria di lavoratori precari, finisce per contraddire la stessa finalità perseguita dal legislatore, che era, come detto, quella di ottenere la stabilizzazione dei rapporti e superare il cd. precariato storico»<sup>40</sup>.

Il contegno fin qui descritto perpetra all'evidenza plurime violazioni della Legge Madia e dei relativi Decreti attuativi perché produce un effetto discriminatorio tra gli stessi soggetti interessati alla stabilizzazione, nella misura in cui la stabilizzazione è opzionata con riferimento a figure professionali specifiche in mancanza peraltro di una coerente programmazione, e, comunque, si rivela un meccanismo potenzialmente lesivo anche degli interessi dell'Amministrazione nella misura in cui, come detto, la stabilizzazione è svincolata da una prioritaria analisi del fabbisogno del personale.

In argomento è utile ricordare che lo strumento della programmazione triennale del fabbisogno di personale<sup>41</sup> è un ulteriore presidio della qualità del lavoro pubblico (privatizzato) e dell'efficienza delle

---

<sup>39</sup> Da intendersi come «diritto vivente contrapposto alle interpretazioni dottrinali del dato normativo, [...], prediletto da quei pratici che applicano gli istituti senza interrogarsi sulla loro ratio». V. P. PERLINGIERI, *Manuale di Diritto civile*, cit., p. 83.

<sup>40</sup> CONS. STATO, Sez. II, 8 agosto 2024, n. 7060.

<sup>41</sup> In particolare, la Legge delega ha previsto all'art. 17, comma 1, lett. m), la definizione degli obiettivi di contenimento delle assunzioni, differenziati in base agli effettivi bisogni, e nella successiva lett. q) il «*progressivo superamento della dotazione organica come limite alle assunzioni, fermi restando i limiti di spesa anche al fine di facilitare i processi di mobilità*». Il



Amministrazioni introdotto con la riforma Madia, il quale punta esattamente a realizzare l'ottimale distribuzione delle risorse umane attraverso la coordinata attuazione dei processi di mobilità e di reclutamento del personale, tenendo in conto naturalmente le risorse finanziarie destinate alla sua attuazione. Così che, nei limiti del budget assegnato, ciascuna Amministrazione adotta un piano – di natura gestionale e dinamico – che le consente di definire via via il personale di cui necessita tenendo in conto le esigenze concrete e attuali e senza alcun condizionamento derivante da aprioristici limiti di organico.

Il contegno descritto, tenuto da alcune Amministrazioni locali, peraltro, genera il rischio di un indiscriminato ricorso alla stabilizzazione di personale precario – ciò che il Consiglio di Stato puntava a evitare – per fare fronte alla necessità delle Amministrazioni medesime di rafforzare strutturalmente i propri apparati e, allo stesso tempo, contenere la spesa pubblica per le procedure concorsuali: tutto ciò in violazione, tuttavia, dei principi in materia di concorso pubblico e di concorrenza.

Come anticipato, in questo cono di luce dovrebbe tenersi in conto il fatto che, fra le opposte esigenze fin qui menzionate, il punto di equilibrio si concentra in tre criteri individuati dallo stesso Legislatore, ossia: 1) la coerenza delle figure da stabilizzare con il piano triennale dei fabbisogni del personale; 2) l'applicazione delle misure di stabilizzazione soltanto a lavoratori reclutati con concorso pubblico; 3) il carattere temporaneo e contingente delle medesime misure di stabilizzazione<sup>42</sup>. Questi criteri, infatti, consentono la convergenza delle opposte esigenze di rafforzamento dell'apparato pubblico con le migliori risorse umane e di risparmio di spesa.

## 5. OSSERVAZIONI CONCLUSIVE.

Fin qui sono stati esaminati due sistemi di *welfare*, quello sanitario e quello lavoristico, assunti come campioni d'indagine per la loro forte incidenza sulla vita delle persone; contestualmente, sono stati invocati spesso i 'bisogni della persona'.

È emerso, con particolare riferimento al sistema sanitario, che, a presidio del benessere di comunità, ha preso piede progressivamente un (nuovo) sistema di *welfare*, ancorato a forme di collaborazione del pubblico con il privato, e da ultimo un *welfare* di prossimità, ossia sussidiario, incentrato sul ruolo dello Stato, delle autonomie locali, nonché dei privati *for profit* e *no profit*.

La pandemia, in particolare, e la grave crisi economica che ha fatto seguito<sup>43</sup>, hanno favorito l'implementazione di una sorta di raccordo tra enti pubblici, operatori privati e singoli cittadini sia per conseguire risparmi di spesa, sempre più significativa in proporzione con l'evoluzione tecnologica e di ricerca, sia per raggiungere ogni domanda di assistenza sanitaria e socio sanitaria.

---

raggiungimento di questi obiettivi è stato affidato, dunque, allo strumento del piano triennale dei fabbisogni di personale con lo scopo di sostituire la tradizionale dotazione organica in maniera coerente con la pianificazione pluriennale di personale e della *performance*.

<sup>42</sup> V. CORTE COSTITUZIONALE, sentenza n. 99 del 2023.

<sup>43</sup> Aggravata, peraltro, dagli effetti dell'aggressione russa a danno dell'Ucraina.

È, dunque, risultata evidente fin da subito l'importanza di una collaborazione duratura, sottratta cioè alla temporaneità della crisi oppure del governo in carica: sicché, lo stesso Legislatore ha provveduto con una serie di previsioni a infondere questo concetto teorico nella disciplina dell'azione amministrativa.

Da questo punto di osservazione è significativo l'art. 6 del Decreto legislativo n. 36 del 2023, noto come Codice dei contratti pubblici, secondo cui «*in attuazione dei principi di solidarietà sociale e di sussidiarietà orizzontale, la pubblica amministrazione può apprestare, in relazione ad attività a spiccata valenza sociale, modelli organizzativi di amministrazione condivisa, privi di rapporti sinallagmatici, fondati sulla condivisione della funzione amministrativa con gli enti del Terzo settore [...], sempre che gli stessi contribuiscano al perseguimento delle finalità sociali in condizioni di pari trattamento, in modo effettivo e trasparente e in base al principio del risultato*».

La disposizione richiamata rinvia espressamente alla condivisione della funzione amministrativa nello svolgimento di attività con una evidente caratterizzazione sociale, come quelle assistenziali. Il Legislatore veicola un messaggio preciso: la risposta ai bisogni della comunità è condizionata dal modello organizzativo scelto dall'Amministrazione, con la conseguenza che esiste un filo rosso tra *welfare* e principio organizzativo con tutte le implicazioni, anche in termini di spesa, che ne possono scaturire.

È calzante un esempio, riepilogativo di quanto emerso fin qui in materia sanitaria. All'inizio degli anni '90 il ricorso all'approccio economico produttivo tipico dell'aziendalizzazione ha prodotto effetti plurimi, alcuni dei quali sono emersi con forza durante la pandemia: invero, la scarsità di posti letto in terapia intensiva che, almeno nella prima fase dell'emergenza sanitaria, ha determinato la necessità di selezionare chi curare (e chi no), è dipesa dalla scelta di assicurare una presenza di posti letto non superiore al 20% di quelli occupati durante l'anno, contenendo così l'aumento delle disponibilità di ricovero. Questa decisione, cristallizzata nel Decreto Ministeriale 2 aprile 2015 n. 70, ossia nel Regolamento recante definizione degli standard qualitativi, strutturali, tecnologici e quantitativi relativi all'assistenza ospedaliera, era in perfetta sintonia con una logica aziendale, «*in cui è antieconomico mantenere operative postazioni di ricovero che, non essendo utilizzate vicino al massimo, non remunerano l'investimento economico effettuato, ma non scontata. Nella logica alternativa del prendersi cura, c'è anche la garanzia/protezione della collettività da eventi impreveduti come una calamità naturale, un grande terremoto e, ovviamente, una pandemia*»<sup>44</sup>.

Sennonché, proprio le criticità emerse durante la pandemia hanno reso necessario un profondo ripensamento organizzativo e funzionale, portando in scena ancora una volta lo Stato assistenziale e, al postutto, esortando l'implementazione di un sistema di *welfare* che non emarginasse lo Stato, ma piuttosto – come premesso – si concretizzasse in una forma avanzata di sussidiarietà orizzontale<sup>45</sup>, intrisa di solidarietà, vale a dire

---

<sup>44</sup> A. PIOGGIA, *La cura nella Costituzione*, in G. Arena, M. Bombardelli (a cura di), *L'Amministrazione condivisa*, Torino, 2022, 59.

<sup>45</sup> In argomento v. V. TONDI DELLA MURA, *Le ragioni della sussidiarietà orizzontale (e il compito degli enti costituenti la «Repubblica»)*, in M. Esposito, A. Loiodice, I. Loiodice, V. Tondi della Mura (a cura di), *Temi di diritto costituzionale*, 2° ed., Torino, 2013, 219 ss.; V. TONDI DELLA MURA, *Sussidiarietà ed enti locali: le ragioni di un percorso innovativo*, in *www.federalismi.it*, 2007; L. GRIMALDI, *Il principio di sussidiarietà orizzontale tra ordinamento comunitario e ordinamento interno*, Bari, 2006; A. POGGI, *Le autonomie funzionali tra sussidiarietà verticale e sussidiarietà orizzontale*, Milano, 2001; L. ANTONINI, *Il principio di sussidiarietà orizzontale: da welfare state a welfare society*, in *Riv. dir. fin. e sc. fin.*, 2000, 99 ss.; P. DURET, *La sussidiarietà «orizzontale». Le radici e le suggestioni di un concetto*, in *Jus*, 2000, 95 ss.; G. ARENA, *Il principio di sussidiarietà orizzontale nell'art. 118 u. c., della Costituzione*, in *www.amministrazioneincammino.it*; C. MORTATI, *La persona, lo Stato, le Comunità intermedie*, Torino, 1995.

nella condivisione della funzione amministrativa con gli altri operatori interessati. Così che i principi di sussidiarietà e di solidarietà camminassero all'unisono, mettendo sotto la luce del riflettore proprio i bisogni della comunità e i diritti sociali<sup>46</sup> ed esortando a costruire rete oltre la filiera dei servizi e delle prestazioni.

Naturalmente la circostanza che nell'odierno sistema di *welfare* il filo di connessione tra chi chiede assistenza e chi eroga prestazioni sia raggomitolato in mano allo Stato non significa che quest'ultimo sia esente da qualsivolgia valutazione di tipo economico-finanziario. Tutt'altro: la scure del principio del pareggio di bilancio incombe sullo Stato e le sue articolazioni; nondimeno, lo Stato ha una sorta di dovere di apprezzamento (anche) di scelte antieconomiche che il privato non ha, potendo così assicurare maggiori margini di tutela e di soddisfazione dei bisogni comunitari. In questo *range* di valutazione, però, l'Amministrazione ha un limite, che è il nocciolo duro del diritto ossia la dignità umana che non può essere in alcun modo intaccato da scelte 'finanziariamente condizionate'. Il che significa, a ben vedere che, le concrete modalità di attuazione della funzione, ossia di erogazione della prestazione, non possono incidere sull'insieme di mezzi necessari per assicurare la prestazione.

In questo ragionamento, la pietra di inciampo più significativa è caratterizzata proprio dal riconoscimento dei mezzi necessari, atteso che misura e qualità non possono che essere individuate dall'Amministrazione nello svolgimento di un'accurata attività istruttoria e interpretativa della normativa applicabile. Attività, queste, che non rendono affatto scontato l'esito e neppure sindacabile (dal Giudice) il giudizio per il suo intrinseco valore tecnico-discrezionale (salvo che per motivi di inattendibilità, illogicità e incongruenza del metodo).

Il che porta a conseguenze preoccupanti e, in termini di *welfare*, persino controfunzionali ogni qualvolta quell'operazione di interpretazione dia luogo a divaricazioni tra corpo sociale e (soprattutto) bisogni sociali e normativa applicabile ovvero tra corpo sociale e obiettivi di tutela perseguiti dallo Stato.

Sicché, può capitare di assistere a una sorta di scollamento tra realtà empirica e giuridica, fonte di disparità di trattamento (anche e, in maniera ancor più grave) in situazioni analoghe con l'effetto di sortire risultati antitetici rispetto a quelli voluti in termini di benessere sociale.

Il *welfare* sanitario è senza dubbio un sistema che stimola la riflessione (anche) giuridica per le implicazioni che esso riscuote nella vita di comunità e in quella individuale; sicché l'affermazione di un principio organizzativo basato sulla condivisione della funzione piuttosto che sulla privatizzazione dell'attività sottesa ha, come visto, dei riflessi significativi sulla *chance* di risoluzione sia di problemi di sistema (si pensi, come anticipato in premessa alla pandemia, ai cambiamenti climatici, all'immigrazione etc.) sia di problemi occasionali. Per entrambi è utile infatti un approccio integrato sia delle varie politiche di *welfare* rimesse allo Stato sia delle risorse pubbliche e private sia delle tecnologie impiegabili per incidere sull'organizzazione dei processi clinici e assistenziali, sulle competenze tecniche e sulle relazioni degli operatori e sui livelli di appropriatezza delle cure. In argomento deve considerarsi che, ad esempio, l'evoluzione tecnologica, spesso portata avanti da privati o da essi finanziata, serve

---

<sup>46</sup> V. S. RODOTÀ, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, cit.

anche per snellire le procedure, garantendo da questo punto di vista una sorta di svecchiamento delle medesime e, quindi, sortendo un effetto utile sull'attività amministrativa e sui relativi destinatari. Soprattutto, è doverosa la garanzia che, scelta una via, i risvolti applicativi siano pressoché uniformi sul territorio. Diversamente, infatti, si assisterebbe ad una grave violazione dei principi su cui si fonda il *welfare State* ovvero ad una loro attuazione controfunzionale perché capace di generare disparità e, quindi, ingiustizie sociali.

Non è immune da considerazioni critiche anche il sistema del lavoro, il quale accentua le perplessità con riferimento specifico alle scelte legislative in materia di stabilizzazione del precariato.

In questo settore di intervento, infatti, è emerso che, pur volendo sottrarre i lavoratori precari della pubblica Amministrazione alla scure dell'instabilità, le misure di stabilizzazione violano il principio generale di accesso all'impiego pubblico tramite concorso e, con esso, i principi di legalità, imparzialità e buon andamento. Purtuttavia, il Legislatore ha individuato una serie di misure di salvaguardia volte a contenere detta violazione dal punto di vista soggettivo e oggettivo.

Anche in questo campo, dunque, le maggiori preoccupazioni e, soprattutto, il rischio di un corto circuito delle tutele individuate dal Legislatore discendono piuttosto dalle concrete modalità attuative messe in pratica. In mancanza, infatti, di un adeguato sistema sanzionatorio le Amministrazioni pubbliche hanno via via fatto ricorso alla stabilizzazione, a volte restringendone il campo di applicazione tanto da determinare una disparità di trattamento patente con i soggetti interessati in base alla legge applicabile e altre volte estendendone l'applicazione sino a determinare una ulteriore illegittima violazione dei principi generali in materia di accesso al pubblico impiego, ostacolando il più ampio confronto competitivo.

Anche da questo angolo di osservazione sovviene quindi l'importanza del principio organizzativo, come visto persino invocato dall'Amministrazione come pretesto per ampliare (o, talvolta, all'opposto per limitare oltremodo) l'ambito di applicazione della normativa in materia di stabilizzazione perpetrando una significativa e grave violazione dei principi generali in materia di reclutamento del personale pubblico e, quindi, compromettendo in definitiva lo stesso buon andamento dell'Amministrazione.

Il che prova, in definitiva, che le misure di *welfare* non possono essere ridotte a un muro di gomma perché non tornano mai indietro così come lanciate: i sistemi fin qui analizzati hanno dimostrato, infatti, che per cogliere la presa delle misure di *welfare* sulla comunità occorre analizzarne le modalità di applicazione a opera delle Amministrazioni pubbliche. Ciò in considerazione del fatto che quelle misure rappresentano una sorta di spazio pubblico di intervento, di pratica della condivisione, ma sono anche espressione del più tradizionale tra i principi dell'azione amministrativa, quello organizzativo.

E così si torna al punto di partenza: affinché le misure di *welfare* non restino sulla carta, ma siano attuate nella maniera più funzionale e rispondente alla *ratio* perseguita dal Legislatore occorre che esse conservino un nocciolo duro improntato alla solidarietà perché solo quest'ultima, 'presa sul serio', può orientare all'unisono l'azione delle Amministrazioni e dei privati che con esse condividano la funzione e assicurare la tenuta dei principi fondamentali dello Stato sociale e la loro corretta integrazione con i principi generali dell'ordinamento. Così che la solidarietà non sia limitata a una sorta di redistribuzione economica dei sacrifici imposti alla comunità

in ossequio ai principi che governano la spesa pubblica, nel settore sanitario, oppure a una logica di assorbimento delle condizioni di precariato che qualificano rapporti di lavoro e condizioni di vita instabili, nel settore lavoristico, ma permei la struttura della comunità, portandola a unità. Insomma, «*un'utopia necessaria*»<sup>47</sup>.

---

<sup>47</sup> S. RODOTÀ, *Solidarietà. Un'utopia necessaria*, cit.

# **MODERN PROTECTIONISM IN A GLOBALIZED WORLD**

**Lorenzo Locci**

## Modern protectionism in a globalized world\*

### *(Il protezionismo moderno in un mondo globalizzato)*

Lorenzo Locci

Dottore di ricerca in Diritto dell'economia presso l'Università Guglielmo Marconi di Roma

#### **ABSTRACT [En]:**

The spread and frequent use of foreign direct investment control mechanisms adopted by domestic legal systems poses significant obstacles to the process of globalization and the creation of a Capital Markets Union. At the same time, these instruments aim at safeguarding the strategic interests of the Member States, with the result that we assist to a delicate attempt to balance protectionist trends and integration processes. In this context, the compatibility of such control mechanisms with the European freedoms set out under the Treaties shall also be assessed.

**Keywords:** protectionism; globalization; golden share; golden power; privatizations, European freedoms; foreign direct investments; law and economics.

#### **ABSTRACT [It]:**

La diffusione e il frequente utilizzo dei meccanismi di controllo degli investimenti esteri diretti adottati dagli ordinamenti domestici pone significativi ostacoli al processo di globalizzazione e di creazione di un Mercato Unico dei Capitali. Al contempo, tali strumenti sono funzionali a salvaguardare gli interessi strategici degli Stati membri, con la conseguenza che si assiste ad un delicato tentativo di bilanciamento tra istanze protezionistiche e processi di integrazione. In tale contesto, si rende altresì necessario valutare la compatibilità di tali meccanismi di controllo con le libertà europee sancite dai Trattati.

**Parole chiave:** protezionismo; globalizzazione; golden share; golden power; privatizzazioni; libertà europee; investimenti esteri diretti; diritto dell'economia.

**SOMMARIO:** 1. A renewed tension between globalization and domestic protectionism. – 2. From privatized companies to strategic assets and operators: the Italian case. – 3. A new player sitting at the negotiating table. – 4. Future trends and perspectives. – 5. Conclusions.

## 1. A RENEWED TENSION BETWEEN GLOBALIZATION AND DOMESTIC PROTECTIONISM

The legal mechanisms established at the domestic level to protect national essential public interests – through the attribution in favor of local authorities of special powers over the organization and management of companies operating in strategic sectors (e.g., “*golden share*”, “*action spécifique*”, “*golden powers*”, etc.) – have been carefully scrutinized by the European Commission and the European Court of Justice over the years, in order to assess the compatibility of these measures with the fundamental freedoms set forth under the European Treaties<sup>1</sup>.

Indeed, these powers may affect significantly all aspects of the business of “strategic” companies which are nowadays entirely privatized, with the consequence that the public influence of the State is unrelated to a pre-existing or current shareholding in the share capital of the companies concerned. In this perspective, since there is no longer a link between the possibility to influence the operations of these entities through the special governmental powers and the economic risk undertaken by the State-investor, the European authorities have often considered domestic regulations on special powers to restrict investments within the EU and, therefore, to infringe the freedoms of establishment and the free movement of capital provided under the Treaties<sup>2</sup>.

However, after an initial phase of gradual alignment of national regulations with the interpretative principles provided by the European Court of Justice, member States started again to adopt protectionist measures aimed at safeguarding their own strategic assets from the risk of hostile takeovers by foreign buyers, facilitated in times of crisis. In this respect, the lower capitalization of national champions – in an environment of distrust in the European integration process – prompted local jurisdictions towards a *modern protectionism* in the economic sphere in order to safeguard the nationality of assets deemed critical for the economy and politics of each country.

Therefore, we are now assisting again to a renewed tension between the indications provided at European level – which are inspired by the principles underlying the economic and political union – and the need of domestic authorities to supervise, with deep powers, the development of strategic economic activities that affect each national territory.

---

\*Il contributo è stato approvato dai revisori.

<sup>1</sup> On this topic see, *ex multis*, SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, in *Giur. comm.*, 2021, 282 et seq.; GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, 26 et seq.

<sup>2</sup> See LOCCI-PISTOCCHI, *The State's role in strategic economic sectors*, in *Law and Economics Yearly Review*, supplement no. 1/2022, 232 et seq.



## 2. FROM PRIVATIZED COMPANIES TO STRATEGIC ASSETS AND OPERATORS: THE ITALIAN CASE.

The abovementioned trends are particularly evident when looking at the evolution of the Italian legal framework regulating the screening of foreign direct investments. Indeed, the latter have been significantly redesigned several times by the Italian legislator in order to meet the criteria established by the European Court of Justice to ensure the compatibility between domestic protective measures, on the one hand, and the European freedoms set out under the Treaties, on the other hand.

Reference is made, in particular, to the transition from the so-called “golden share” – notably, the legal framework introduced in Italy by Article 2 of Law Decree no. 332 of May 31, 1994, converted with amendments into Law no. 474 of July 30, 1994, and subsequently amended, which set forth the provisions to accelerate the divestment procedures of State’s and public agencies’ shareholdings in joint stock companies<sup>3</sup> – to the existing “golden power” regulation.

The legal regime previously in force (“golden share”) provided for the possibility to introduce in the by-laws of the companies undergoing the privatization process – and therefore opening their shareholding structure to the market – certain powers in favor of the Minister of Treasury, in coordination with the Minister of Finance and Industry. These included: (a) the power to approve the acquisition of relevant stakes representing 5% of the share capital of such entities (or the lower percentage set forth by decree of the Minister of Treasury), entailing the prohibition to exercise the voting rights attached to such stakes pending the aforementioned approval and, in case of denial, the obligation to sell the shares within one year; (b) the power to approve the execution of shareholders’ agreements (even implicitly resulting from coordinated behaviors) representing at least 5% of the

---

<sup>3</sup> On this topic see, among others, SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 707 et seq.; ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1994, 390 et seq.; SANTONASTASO, *Dalla “golden share” alla “poison pill”: evoluzione o involuzione del sistema?*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 383 et seq.; ID, *La “saga” della golden share tra libertà di movimento di capitali e libertà di stabilimento*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 302 et seq.; CARBONE, *Golden share e fondi sovrani: lo Stato nelle imprese tra libertà comunitarie e diritto statale*, in *Dir. comm. int.*, 2009, 503 et seq.; ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 et seq.; SCIPIONE, *La “golden share” nella giurisprudenza comunitaria: criticità e contraddizioni di una roccaforte inespugnabile*, in *Società*, 2010, 856 et seq.; COLANGELO, *Regole comunitarie e golden share italiana*, in *Mercato concorrenza regole*, 2009, 595 et seq.; FRENI, *Golden share, ordinamento comunitario e liberalizzazioni asimmetriche: un conflitto irrisolto*, in *Giorn. dir. amm.*, 2007, 145; CAVAZZA, *Golden share, giurisprudenza comunitaria ed applicazione dell'articolo 2450 c.c.*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2008, 1193 et seq.; SAN MAURO, *Golden shares, poteri speciali e tutela di interessi nazionali essenziali*, Roma, Luiss University Press, 2003; DEMURO, *Società privatizzate*, in *Diritto commerciale*, directed by Abriani, in *Dizionari del diritto privato* promoted by Irti, Milano, Giuffrè, 2011, 905 et seq.; ID, *La necessaria oggettività per l'esercizio dei poteri previsti dalla golden share*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 640 et seq. In general on the privatization process see FOSCHINI, *Profili rilevanti delle c.d. “privatizzazioni”*, in *Studi in memoria di Franco Piga*, II, Milan, 1992, 1276; OPPO, *Diritto privato ed interessi pubblici*, in *Riv. dir. civ.*, I, 1994, 25 et seq.; CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Bari, 2004, 7 et seq.; IRTI, *L'ordine giuridico del mercato*, Bari, 2003, 121 et seq.; MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Italia: leggi e documenti*, in *Riv. soc.*, 1994, 194 et seq.; COSTI, *Privatizzazione e diritto delle società per azioni*, in *Giur. comm.*, 1995, I, 77 et seq.; SICLARI, *Le privatizzazioni nel diritto dell'economia*, in *Corso di diritto pubblico dell'economia*, edited by Pellegrini, Padua, 2016, 413 et seq.; NAPOLITANO, *Regole e mercato nei servizi pubblici*, Bologna, 2005, *passim*; DEMURO, *Società privatizzate*, in *Diritto commerciale*, edited by Abriani, in *Dizionari del diritto privato*, promoted by Irti, Milan, 2011, 905 et seq.

company's voting share capital, or the lower percentage set forth by decree of the Minister of Treasury<sup>4</sup>; (c) the power to veto the adoption of resolutions concerning the company's dissolution, the transfer of going concerns, mergers and demergers, the transfer of the corporate office abroad, the change of the company's corporate purpose and the amendment of the special powers introduced in the company's by-laws pursuant to the regulation at hand, provided that in all these cases the dissenting shareholders were entitled to exercise the withdrawal right from the company's share capital<sup>5</sup>, and (d) the power to appoint one director or a number not higher than 1/4 of the board members and one statutory auditor<sup>6</sup>.

However, the attribution to the Italian Government of the aforementioned prerogatives – which, as anticipated, were addressed to a number of specifically identified companies operating in public utilities sectors – generated significant incompatibilities with certain key principles of the Italian corporate system and the fundamental freedoms provided by the European Treaties (i.e., the principles of freedom of establishment and free movement of capital)<sup>7</sup>. In particular, a series of decisions of the European Court of Justice assessed the issue of the compatibility with European law of national legal frameworks (including the Italian one) that granted domestic governments with the power to intervene over the shareholding structure and management of privatized companies belonging to strategic sectors of the economy<sup>8</sup>.

---

<sup>4</sup> See LIBONATI, *La faticosa 'accelerazione' delle privatizzazioni*, in *Giur. comm.*, 1995, 44; LOMBARDO, *Golden share*, in *Enc. giur.*, Rome, 1998, 9; SODI, *Poteri speciali, golden share e false privatizzazioni*, in *Riv. soc.*, 1996, 383; PARDOLESI-PERNA, *Fra il dire e il fare: la legislazione italiana sulla privatizzazione delle imprese pubbliche*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 1994, 568; COSTI, *I patti parasociali e il collegamento negoziale*, in *Giur. comm.*, 2004, 2, 212.

<sup>5</sup> Paragraph 227, letter c), of Article 4, of Law no. 350/2003, provided for the power to veto, duly motivated in relation to the concrete prejudice caused to the vital interests of the State, on the adoption of resolutions for the dissolution of the company, the transfer the going concern, the merger, demerger, transfer of the registered office abroad, change of the corporate purpose, and for introducing amendments to the by-laws that suppress or modify the powers referred to in Article 2 of Law Decree 332/1994. The decision to exercise the veto power could be challenged within six days by the dissenting shareholders before the Regional Administrative Court of Lazio. See DI CECCO, *Le clausole statutarie che attribuiscono al Ministero del Tesoro la titolarità dei cc.dd. poteri speciali. Spunti di riflessione in merito al veto previsto dall'art. 2, comma 1, lett. c della legge 474/1994*, in *Profili giuridici delle privatizzazioni*, edited by Marasà, Turin, 1997, 63 et seq.

<sup>6</sup> The introduction of such legal tool raised certain concerns – transposed in Italy from foreign jurisdictions – including the compatibility with the discipline on directors' conflict of interest set forth under Article 2391 of the Italian Civil Code (which provided for a duty of information upon the director in conflict, while leaving unaffected the possibility to exercise his/her voting rights); see SACCO GINEVRI, *La nuova golden share: l'amministratore senza diritto di voto e gli altri poteri speciali*, in *Giur. comm.*, 2005, II, 707 et seq.; MARCHETTI, *Le privatizzazioni in Francia*, in *Riv. soc.*, 1994, I, 267; ROSSI, *Privatizzazioni e diritto societario*, mentioned, 390 et seq.; DONATIVI, *Esperienze applicative in tema di nomina pubblica "diretta" alle cariche sociali (artt. 2458-2459 c.c.)*, in *Riv. soc.*, 1998, II, 1301; GRAHAM-PROSSER, *Privatising nationalised industries: constitutional issues and new legal techniques*, in *MLR*, 1987, 34; GRUNDMANN-MOSLEIN, *Golden Shares – State Control in Privatised Companies: Comparative Law, European Law and Policy Aspects*, in *European Banking & Financial Law Journal (EUREDLA)*, 2001-2, 4, 623 et seq.

<sup>7</sup> See CIRENELI, *Le società di diritto "speciale" tra diritto comunitario delle società e diritto comunitario della concorrenza: società a partecipazione pubblica, privatizzazioni e "poteri speciali"*, in *Dir. comm. int.*, 1996, 771; BALLARINO-BELLODI, *La golden share nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 2004, I, 2 et seq.; BONELLI, *Il codice delle privatizzazioni nazionali e locali*, Milan, 2001; MERUSI, *La Corte di Giustizia condanna la golden share all'italiana e il ritardo del legislatore*, in *Dir. pubbl. comparato europeo*, 2000, III, 1236 et seq.

<sup>8</sup> See ECJ 23 May 2000, Case 58/99, *Commission v. Italy*, in ECR I-3811; ECJ 4 June 2002, Case C-367/98, *Commission v. Portugal*, ECR I-4731; Case C-483/99, *Commission v. France*, ECR I-4781; Case C-503/99, *Commission v. Belgium*, ECR I-4809; ECJ 13 May 2003: Case C-463/2000, *Commission v. Spain*; C-98/01, *Commission v. United Kingdom*. On this topic see, among others, BOSCOLO, *Le golden shares di fronte al giudice comunitario*, in *Foro it.*, IV, 2002, 480 et seq.; SALERNO, *Golden shares, interessi pubblici e modelli societari tra diritto interno e disciplina comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2002, 671 et seq.; PERICU, *Il*

More specifically, according to the ECJ, the “golden share” regulatory framework was found to be legitimate only to the extent it represented an instrument to protect mandatory public interests of the member States, in a *proportional* and *suitable* manner, and did not exceed what was strictly necessary to pursue such goal. The requirements identified by the European Court of Justice for these purposes included (i) the existence of a clear and precise legal framework (statutory precision); (ii) the provision of a subsequent State control instead of a prior authorization (i.e., an opposition *ex post facto*); (iii) the existence of precise time limits for such possible opposition by the State; (iv) the obligation to motivate the States’ interference; (v) the existence of an effective judicial control over the measures imposed allowing the recipient to challenge the relevant decision<sup>9</sup>.

In light of the above, prompted by the European Commission’s and European Court of Justice’s assessments, the Italian regulatory framework on States’ special powers in strategic sectors was amended to meet the requirements identified at European level, also looking at the legislation in force in foreign jurisdictions (e.g., the Belgian “golden share”)<sup>10</sup>. In particular, Article 4, paragraphs 227-231, of Law no. 350 of December 24, 2003, amended the original contents of the special powers set out under Article 2 of Law Decree no. 332/1994 in light of the European indications. In this respect, the provisions concerning the need to expressly motivate any decision undertaken pursuant to such regulatory framework, the opposition regime, the possibility to challenge the relevant decisions before the competent courts, the strict time limits, the exercise parameters (i.e., the harm to the vital interests of the State) and the new legal tool of the non-voting director were incorporated in the original legal framework on Italian “golden share” to fulfill the indications provided by the ECJ.

Nonetheless, despite the introduction of these adjustments, the legal framework on the Italian “golden share” did not survive the scrutiny of the European authorities relating to its compatibility with the principles provided under the European Treaties. Indeed, with decision dated March 26, 2009, the European Court of Justice found that Italy was in breach of the principles relating to the freedom of establishment and the free movement of capital with reference to the criteria for the exercise of the State’s special powers indicated under Presidential Decree of June 10, 2004, with regard to both the exercise of the power of opposition and the veto power<sup>11</sup>.

In particular, the ECJ shared the arguments of the European Commission, which claimed that the criteria set out in the aforementioned Presidential Decree did not make sufficiently clear the conditions for the exercise of the special powers and did not enable investors to know in what situations the powers would have been used. More specifically, the Commission noted that linking the exercise of these powers to the occurrence of a generic “*real and serious risk*” (as was provided at that time in Article 2, paragraph 1, from letter a) to letter d), of the

---

*diritto comunitario favorisce davvero le privatizzazioni dei servizi pubblici?*, in *Diritto del commercio internazionale*, 2001, 327 et seq.; FRENI, *L’incompatibilità con le norme comunitarie della disciplina sulla golden share*, in *Giorn. dir. amm.*, 2001, 1195 et seq.

<sup>9</sup> See FLEISCHER, *Judgments of the full Court of 4 June 2002*, in *Common Law Market Review*, 40, 2003, 497.

<sup>10</sup> See BALLARINO-BELLodi, *La golden share nel diritto comunitario*, mentioned, 17 et seq.; with regard to the Belgian golden share, established by two royal decrees, one of June 10, 1994 and the other of June 16, 1994, see the Case C-503/99, *Société nationale de transportation par canalisations and Distrigaz*.

<sup>11</sup> See *Commission of the European Communities v Italian Republic*, Case C-326/07.

Presidential Decree concerned) would have extended their scope of application to a potentially undetermined and undeterminable number of cases. Such lack of precision in identifying the specific circumstances which justified the State's recourse to the special powers gave those powers a discretionary nature, having regard to the latitude enjoyed by the Italian public authority. The result was then to discourage investors in general, and more specifically those contemplating settling in Italy with a view to exercising an influence on the management of the undertakings to which the legislation at issue applied<sup>12</sup>.

For the above purposes, the European Court of Justice recalled its past case law<sup>13</sup>, according to which a State's powers of intervention result in a serious interference with the free movement of capital granted by the Treaties when the criteria for their exercise are not qualified by any condition – save for a generic reference to the protection of national interests – and are formulated in general terms without any indication of the specific objective and verifiable circumstances that trigger them<sup>14</sup>. In this respect, the aforementioned conclusions were applicable also to the Italian criteria for the exercise of the “golden share”. Indeed, even if the new criteria established by the Italian legislator in 2004 concerned different kinds of public interests, they were still formulated in a general and imprecise manner. Moreover, the lack of any connection between such criteria and the special powers to which they related increased the uncertainty on their scope of application and gave them a discretionary nature, which was considered disproportionate in relation to the objectives pursued. Furthermore, a generic provision that the special powers could be used only in accordance with European law (see Article 1, paragraph 1, of the Presidential Decree of June 10, 2004) was not sufficient to ensure compliance with the European legal framework. This is because the general and abstract nature of the underlying criteria did not allow to ensure a use of these powers in compliance with European law<sup>15</sup>. In addition, the ECJ observed that the possibility to submit the relevant State's decisions to review by the national competent courts (as was provided under the new Article 2, paragraph 1, letters from a) to c), of Law Decree no. 332/1994) could not be considered on its own sufficient to cure the aforementioned incompatibilities with the European rules<sup>16</sup>.

Given the above, since the aforementioned decision of the ECJ was addressed only to the secondary provisions set forth under the Presidential Decree of June 10, 2004, in November 2009 the European Commission also opened an infringement procedure (no. 2009/2255 – formal notice pursuant to Article 258

---

<sup>12</sup> See SINISCALCO, *Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani*, in *Mercato concorrenza regole*, 2008, 75 et seq.; BASSAN, *Una regolazione per i fondi sovrani*, in *Mercato concorrenza regole*, 2009, 95 et seq.; LAMANDINI, *Temi e problemi in materia di contendibilità del controllo, fondi sovrani e investimenti diretti stranieri nei settori strategici tra libera circolazione dei capitali e interesse nazionale*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 510 et seq.; ALVARO – CICCAGLIONI, *I fondi sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, in *Consob Discussion papers*, no. 3 of July 2012.

<sup>13</sup> See, in this respect, ECJ, *Analir* judgment of February 20, 2001, *Asociación Profesional de Empresas Navieras de Líneas Regulares (Analir) and Others v Administración General del Estado*, Case C-205/99, according to which “if a prior administrative authorisation scheme is to be justified even though it derogates from a fundamental freedom, it must, in any event, be based on objective, non-discriminatory criteria which are known in advance to the undertakings concerned, in such a way as to circumscribe the exercise of the national authorities' discretion, so that it is not used arbitrarily. Accordingly, the nature and the scope of the public service obligations to be imposed by means of a prior administrative authorisation scheme must be specified in advance to the undertakings concerned. Furthermore, all persons affected by a restrictive measure based on such a derogation must have a legal remedy available to them”.

<sup>14</sup> See Case C-483/99, *Commission v France*, 2002, ECR I-4781.

<sup>15</sup> See Case C-463/00, *Commission v Spain*, 2003, ECR I-4581.

<sup>16</sup> ECJ, February 20, 2001, Case C-205/99, *Analir*, mentioned.

TFEU of November 20, 2009) with reference to the primary legal framework on the Italian “golden share”, which was considered to be in breach of the freedom of establishment and the free movement of capital principles despite the adjustments introduced.

As a result, the Italian legislator reformed, by way of urgency, the entire regulation on Italian foreign direct investment screening by repealing the previous “golden share” legal regime and introducing the new Law Decree no. 21 of March 15, 2012, converted, with amendments, into Law no. 56 of May 11, 2012, that – after having been further amended several times in the subsequent years – represents still today the main piece of law regulating the Italian FDI screening mechanism aimed at protecting assets and operators deemed crucial for the essential interests of the State<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> As reported by SACCO GINEVRI-SBARBARO, *La transizione della Golden Share nelle società privatizzate ai poteri speciali dello stato nei settori strategici: spunti per una ricerca*, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2013, 109 et seq., the last act in the “golden share saga” is dated February 16, 2011, when the European Commission reiterated, once again, that the Italian legislation on special powers (prior to Law Decree no. 21/2012) attributed to the national authorities a position that could lend itself to arbitrariness and that, in any case, it could potentially discourage direct investments, in breach of Articles 49 and 63 of the Treaty (concerning the freedom of establishment and free movement of capital, respectively). As illustrated in bill no. 5051 for the conversion of Law Decree no. 21/2012, submitted by the Government to the Parliament on March 15, 2012 and available at [www.camera.it](http://www.camera.it), the objective of safeguarding certain vital interests of the State, while in principle justifies limitations to the European freedoms, did not justify – in the opinion of the European Commission – restrictions on corporate acquisitions that are not adequate to achieve such protection. Even the powers of veto to the adoption of company resolutions or to shareholders’ agreements, as provided for by the Italian legislation then in force, were neither appropriate nor proportionate to the objective of protection pursued in the European Commission’s view. In response to these findings, on April 14, 2011, Italy submitted a draft for a comprehensive reform of the national legal framework – redacted by the Ministry of Economy and Finance and subsequently shared by the other competent administrations – which reformulated and circumscribed the State’s special powers both subjectively (no longer linked to public shareholding, but rather referring to specific companies operating in predefined strategic sectors) and objectively (relating to acquisitions above predetermined thresholds and specific resolutions to change ownership or control over strategic assets). In addition, the exercise of special powers was redefined in a more rigorous and guarantee-oriented manner, including from a procedural perspective. The text was discussed with officials of the European Commission (Directorate General Internal Market and Services) at a meeting in Brussels in July 2011. The European Commission gave a substantially negative assessment of the draft text submitted by the Italian Government. In particular, it considered as incompatible, in principle, with EU law the exercise by the State of special powers in private enterprises in the form of restrictions on ownership acquisitions. As for possible veto rights over company resolutions, in the Commission’s view these could only be envisaged if it could be demonstrated that the European sectoral legislation already in force was not capable of protecting specific security needs of the Member States. Moreover, in the opinion of the Directorate-General for the Internal Market and Services, in light of the most recent harmonization directives in the areas of energy, telecommunications and transport, there would have been no scope for state intervention in these areas. The European Commission’s position was slightly more cautious on possible special powers in the defense and national security sectors. However, even in this case, the Italian reform project was still considered too general and therefore in need of a more precise indication of the criteria and scope of application of the special powers, with the use of more markedly product-related criteria (with the specification, in particular, of the specific productions to be protected and the reasons for them), according to the model chosen by the German legislator, being considered appropriate. On the Italian side, a commitment had been undertaken to transmit to the European Commission by September 30, 2011 a new draft articulation of the reform project, which would have taken into account the remarks made by the Directorate General for the Internal Market and Services, a deadline, however, not complied with by the Italian authorities. On November 24, 2011, the Meeting of Commissioners decided to refer Italy to the Court of Justice of the European Union, granting the suspension of the filing of the appeal, in consideration of the intervening change of Government.

### 3. A NEW PLAYER SITTING AT THE NEGOTIATING TABLE.

The new State prerogatives granted under the “golden power” legal framework now provide the Italian Government with powers to intervene on the transfer of shares and extraordinary transactions carried out by companies operating in certain strategic economic sectors, regardless of the fact that the State holds (or held) a stake in their share capital.

In addition to the possibility to oppose or veto the transactions involving such entities and assets, the public authority often exercises the power to impose discretionary conditions and prescriptions – for instance, on purchasers of qualified shareholdings in the share capital of domestic strategic companies – which may have a permanent impact, at the organizational and managerial level, on the structure and activity of the companies subject to the “golden powers”. This entails, more and more often, the imposition of constraints and mandatory indications addressed to the competent corporate bodies of the entities considered more sensitive under a strategic perspective<sup>18</sup>.

In light of the above, the legal framework currently in force in Italy – after having abandoned the traditional objective of preserving the State’s influence following the loss of corporate control over the privatized companies – is now aimed at protecting the essential public interests without subjective preclusions of any kind. For these purposes, the Italian Government shall be entitled to exercise a deep influence in any situation where the operation of economic activities deemed strategic for the country is jeopardized, regardless of the nature of the entity managing the asset.

The result is a significant extension of the economic activities potentially subject to the exercise of the State’s special powers, which currently include all assets deemed strategic for the State as long as they are identified by the Government through special decrees or regulations. This explains the use of the expression “golden powers” – and no longer “golden share” – to identify the current special powers to which the Italian Government is entitled, given that any connection between those powers and the shareholding of the State in a given company (current or past) has disappeared.

In this perspective, while in the repealed “golden share” regulation the presence of specific provisions in the companies’ by-laws highlighted that the latter were subject to the special powers of the State, now in the current regulatory framework the applicability of the “golden powers” must be inferred case-by-case, on the basis of a complex interpretation of the applicable rules by the operators involved.

This regulatory approach, in addition to confirming the gradual abandonment of corporate law devices serving public objectives – such as, for example, the State’s right to appoint a non-voting director under the “golden share” – may give rise to applicative concerns (and subsequent litigation) due to the lack, compared to the past, of incontestable formal elements highlighting the circumstance that the companies involved are subject

---

<sup>18</sup> For examples of such prescriptions see LOCCI, *Foreign Direct Investments. The Vivendi/TIM case*, in VV. AA., *Commentaries and Cases on Italian Business Law*, directed by Sacco Ginevri, Milano, 2025, 325 et seq.

to the potential exercise of the State's special powers.

The aforementioned concerns, in combination with the almost complete equalization of public and private investors for the purpose of the Italian FDI scrutiny and with the solutions adopted by contiguous foreign legal systems<sup>19</sup>, explains why the current regulatory framework on “golden powers” has placed the Italian State as a privileged interlocutor in the context of the negotiations between private entities, even in the preliminary stage, whenever the transaction involves economic activities that seem potentially strategic for the Country<sup>20</sup>.

Such conclusion seems confirmed in light of the regulatory process towards the strengthening of the State's special powers implemented in Italy (and in other European member States) in the recent years<sup>21</sup>. In particular, the spread of the Covid-19 pandemic further accelerated the rise of foreign direct investment mechanisms in several national legal systems<sup>22</sup>, including Italy, based on the assumption that the enhancement of government prerogatives could prevent “*predatory buying of strategic assets by foreign investors*”, otherwise favored by depressed corporate values due to the health emergency<sup>23</sup>.

Reference is made, in Italy, to Law Decree no. 23 of April 8, 2020 (the so-called “*Liquidity decree*”) <sup>24</sup>,

---

<sup>19</sup> See PLOTKIN, *Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Using the Market and the Committee on Foreign Investment in the United States Together to Make the United States More Secure*, in *The Yale Law Journal*, 2008, 91 et seq.; GUACCERO – PAN – CHESTER, *Foreign Direct Investment by Sovereign Wealth Funds: Forms of Control in the US-European Comparative Perspective*, in *Riv. soc.*, 2008, 1359 et seq.

<sup>20</sup> See SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in *Trattato delle società*, directed by Donativi, Milan, 2022, 843 et seq.

<sup>21</sup> The Commission has invited all Member States to be vigilant and use all available tools at the national and EU level to prevent the ongoing crisis from leading to a loss of critical resources and technologies (see, in particular, the communications dated, respectively, March 13 and 26, 2020). For an overview of the amendments introduced in the regulatory framework on FDI screening mechanisms in foreign jurisdictions to contrast the effects of the crisis see STEIN, *The rule on direct investment control in the transportation sector in Germany*, in *Law and Economics Yearly Review*, supplement to no.1/2022, 50 et seq.; YUAN, *Economic security considerations in FDI screening*, *ibidem*, 64 et seq.; SBARBARO – GRIMALDI, *The committee on foreign investment in the United States (CFIUS) in the evolving national security landscape*, *ibidem*, 126 et seq.; MORONI, *National security and public order in investment screening: any lessons from the EU trade controls experience?*, *ibidem*, 160 et seq.; FECHTER, *National security and the quest for technological leadership*, *ibidem*, 182 et seq.; WEBER – HERBERT HOMENDA, *The new competencies of the polish competition authority in FDI screening*, *ibidem*, 263 et seq.

<sup>22</sup> See NAPOLITANO, *L'irresistibile ascesa del golden power e la rinascita dello Stato doganiere*, in *Giornale dir. amm.*, 2019, 549 et seq.

<sup>23</sup> Reference is made to the communication from the Commission dated March 26, 2020 on “*Guidance to the Member States concerning foreign direct investment and free movement of capital from third countries, and the protection of Europe's strategic assets, ahead of the application of Regulation (EU) 2019/452 (FDI Screening Regulation)*”, 2020/C 99 I/01.

<sup>24</sup> On the amendments introduced by Law Decree no. 23/2020 to the “golden powers” regulation see NAPOLITANO– SACCO GINEVRI, *Il golden power? Temporaneo e solo in casi estremi*, in *La Repubblica, Affari & Finanza* of April 27, 2020, 13 et seq.; BASSAN, *Prime note prospettiche sul Golden power applicato a banche e assicurazioni*, available at [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), April 2020; DONATIVI, *I golden powers nel “d.l. liquidità”*, available at [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it), April 2020; POLLASTRO, *La tutela delle imprese italiane: tra misure adottate (golden power) e misure suggerite (voto maggiorato)*, in *Il diritto dell'emergenza: profili societari, concorsuali, bancari e contrattuali*, edited by Irrera, available in [www.centrores.org](http://www.centrores.org), April 2020, 80 et seq.; SANTOSUOSSO, *Interi settori sono a rischio: poteri più duraturi allo Stato*, interview published on *ILSole24Ore* of 25 April 2020, 16; BALASSONE, *Conversione in legge del DL 8 aprile 2020, no. 23*, Hearing of the Head of the economic Structure Service of the Bank of Italy at the Chamber of Deputies, available at [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), April 27, 2020, 9 et seq.; GASPARI, *Poteri speciali e regolazione economica tra interesse nazionale e crisi socio-economica e politica dell'Unione europea*, in *Federalismi*, May 27, 2020, CAGGIANO, *Covid-19. Misure urgenti sui poteri speciali dello Stato nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti e delle telecomunicazioni*, in *Federalismi*, April 29, 2020; MAGLIANO, *Gli orientamenti della Commissione europea sul controllo degli investimenti esteri diretti e i golden powers rafforzati in tempo di pandemia*, available at [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), July 2020; A. NAPOLITANO, *Il ritorno decisivo dello Stato imprenditore. Dalla nazionalizzazione di Alitalia alla estensione dei c.d. golden powers*, in *Dir. pubbl. europ. rassegna*



which extended the scope of application of the Italian “golden power” in order to counter the negative effects of the health emergency connected to the spread of the virus, and introduced the possibility that the special powers can be autonomously (*ex officio*)<sup>25</sup> exercised by the Italian Government even in lack of a regulatory filing by the companies concerned. After that, Articles 24 et seq. of Law Decree no. 21 of March 21, 2022 (converted with amendments by Law no. 51 of May 20, 2022) – setting forth urgent measures to counter the economic and humanitarian effects of the Ukrainian crisis (so-called “*Ukrainian Decree*”)<sup>26</sup> – crystalized the effects of certain of those emergency provisions which had been introduced in the “golden power” legal framework on a temporary basis during the pandemic, and extended the State’s special powers even to certain transactions that involve solely Italian players<sup>27</sup>.

The aforementioned scenario highlights a widespread use – at European and international level – of the “golden power” as a defensive tool aimed at preserving the localism of major domestic strategic companies in a historical moment when they are easily subject to takeovers by foreign investors, as well as an instrument to continue supervising – even after the recovery – and potentially affect the execution of transactions involving assets that are considered crucial for the Italian essential interests.

In this respect, the legislative policy concerns that prompted the introduction of the regulation of the State’s special powers back in 1994 seems to revive, as the State is once again retaining deep powers over the management and organization of the companies deemed strategic – even if the public shareholdings have been divested in favor of private market operators – in order to allow the Government to prevent hostile takeovers or unwanted changes of corporate control.

#### 4. FUTURE TRENDS AND PERSPECTIVES.

The new prerogatives granted to domestic governments to affect the business decisions of strategic operators raise the issue of their compatibility potential with the European freedoms<sup>28</sup>. In this regard, the

---

online, 2020/2, 11 et seq.; SACCO GINEVRI, *Golden powers e infrastrutture finanziarie dopo il Decreto Liquidità*, available at [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), April 2020; ID., *The Italian Foreign Direct Investments Screening in times of COVID-19: trends and perspectives*, in *Law and Economic Yearly Review*, 2020, 122 et seq. RIGANTI, I “golden powers” italiani tra “vecchie” privatizzazioni e “nuova” disciplina emergenziale, in *Le Nuove Leggi Civili Commentate*, 2020, 867 et seq.

<sup>25</sup> See, for a similar provision in the US legal system, MANN, *The global rush towards foreign direct investment screening: lessons from the United States*, in VV.AA., *Foreign Direct Investment Screening, Il controllo sugli investimenti esteri diretti*, edited by Napolitano, Bologna, 2019, 15 et seq.

<sup>26</sup> The new regulatory framework is commented by ASSONIME, *Poteri speciali dello Stato. Evoluzione del quadro normativo e profili operativi dei Golden Power*, Circolare no. 11 of April 17, 2023. See also SACCO GINEVRI, *Le società strategiche*, in *Trattato delle società*, mentioned, 843 et seq.; SANDULLI, *La febbre del “golden power”*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2022, 743 et seq.; LOCCI-JENA, *The strategic relevance of banking and finance sectors under the FDI screening perspective*, in *Law and Economics Yearly Review*, volume 13, special issue, 2024, 304 et seq.; ROSSANO-SACCO GINEVRI, *Governance sanitaria e golden power*, in this *Review*, 2025, 29 et seq.

<sup>27</sup> See LOCCI-PISTOCCHI, *The State’s role in strategic economic sectors*, mentioned, 232 et seq.

<sup>28</sup> See LAMANDINI-PELLEGRINI, *Investimenti diretti e investimenti di portafoglio tra diritto di stabilimento e libera circolazione dei capitali*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, edited by Benedettelli-Lamandini, Turin, 2017, 89 et seq.; see also ROJAS



European Commission and the European Court of Justice indicated that such State powers must be exercised without discrimination and their use shall be permitted only to the extent that they are based on objective, well-reasoned and clearly identified criteria, and are justified by overriding reasons of general interest<sup>29</sup>.

These principles shall remain valid even when the market conditions justify a deeper intervention of the State to protect national strategic companies from speculative investors, such as in times of crisis<sup>30</sup>. However, even in such scenarios, State's intervention in the economy should be temporary and should be aimed at fostering the recovery of the sector in line with the public objectives pursued.

Different evaluations come into play if the temporary strengthening of the applicable FDI legal regime is made permanent, as happened in Italy, and thus exceeds the duration of the special market conjuncture. In this context, the extension of the Italian "golden powers" in particular to the financial sector (e.g., banks, insurance companies, etc.)<sup>31</sup> raises significant concerns. Indeed, although these entities play a systemic role for the whole economy which justifies a deeper intervention<sup>32</sup>, on the other hand a too protectionist policies seem not compatible – in a long-term perspective – with the necessary technological development of the sector, which would require greater internationalization of financial operations<sup>33</sup>.

An attempt to find a balance between the different positions at stake could consist in adopting a more

---

ELGUETA, *Il rapporto fra discipline nazionali in materia di "foreign direct investment screening" e diritto internazionale degli investimenti*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2020, 325 et seq.

<sup>29</sup> See for instance the European Court of Justice decision in the *Polbud* case, October 25, 2017, C 106/16; On this topic see MUCCIARELLI, *Trasformazioni internazionali di società dopo la sentenza Polbud: è davvero l'ultima parola?*, in *Le Società*, 2017, 1331 et seq.; DE LUCA-GENTILE-SCHIAVOTTIELLO, *Trasformazione transfrontaliera in Europa: prime considerazioni su Polbud*, in *Le Società*, 2018, 5 et seq.; BARTOLACELLI, *Trasformazione transfrontaliera e la sentenza Polbud: corale alla fine del viaggio?*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 428 et seq.

<sup>30</sup> See, *ex multis*, GALLO, *La questione della compatibilità dei golden powers in Italia, oggi, con il diritto dell'Unione*, mentioned, 26 et seq.; SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, mentioned, 282 et seq.; ID., *The Italian Foreign Direct Investments Screening in times of COVID-19: trends and perspectives*, mentioned, 129 et seq.

<sup>31</sup> See on this topic SACCO GINEVRI, *Golden powers e banche nella prospettiva del diritto dell'economia*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2021, 67 et seq.

<sup>32</sup> See the European Court of Justice decision of July 19, 2016, *Kotnik* case, C-526/14, paragraph 50, where the Court also noted that "the banks are often interconnected and a number of them operate internationally. That is why the failure of one or more banks is liable to spread rapidly to other banks, either in the Member State concerned or in other Member States. That is likely, in its turn, to produce negative spill-over effects in other sectors of the economy". See also the European Court of Justice decision of July 16, 2020, *OC and Others*, C-686/18, paras. 92 and 93, according to which "the objectives of ensuring the stability of the banking and financial system and preventing a systemic risk are objectives of public interest pursued by the European Union. (see, to that effect, judgments of 19 July 2016, *Kotnik and Others*, C-526/14, EU:C:2016:570, paragraphs 69, 88 and 91; of 20 September 2016, *Ledra Advertising and Others v Commission and ECB*, C-8/15 P to C-10/15 P, EU:C:2016:701, paragraphs 71 and 74; and of 8 November 2016, *Dowling and Others*, C-41/15, EU:C:2016:836, paragraphs 51 and 54). 93 Indeed, financial services play a central role in the economy of the European Union. Banks and credit institutions are an essential source of funding for businesses that are active in the various markets. In addition, banks are often interconnected and a number of them operate internationally. That is why the failure of one or more banks is liable to spread rapidly to other banks, either in the Member State concerned or in other Member States. That is liable, in turn, to produce negative spill-over effects in other sectors of the economy (judgments of 19 July 2016, *Kotnik and Others*, C-526/14, EU:C:2016:570, paragraph 50, and of 20 September 2016, *Ledra Advertising and Others v Commission and ECB*, C-8/15 P to C-10/15 P, EU:C:2016:701, paragraph 72)". On this topic see ANTONUCCI, *Gli "aiuti di Stato" al settore bancario: le regole d'azione della regia della Commissione*, in *SIE*, 2018, 587 et seq.; SACCO GINEVRI, *The Italian Foreign Direct Investments Screening in times of COVID-19: trends and perspectives*, mentioned, 129 et seq.

<sup>33</sup> SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 186 et seq.; LEMMA, *"Banking" e "shadow banking" al tempo del Covid-19: riflessioni nella prospettiva del "market" in "crypto-assets"*, in *Riv. dir. banc.*, 2020, 851 et seq.; ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 212 et seq.

modern and rigorous interpretation of the notions of “national security” and “national interest”, in order to limit the interference of the public authority in the economic sphere and protect strategic assets without disproportionately affecting the rights of market operators<sup>34</sup>. This approach would allow to find a compromise between the need to foster the flows of investments in a globalized market and the equally legitimate need to protect national essential and strategic interests from hostile takeovers and predatory acquisitions.

It is therefore necessary that national jurisdictions do not set up overly aggressive barriers to the inflow of foreign investments, and that foreign and domestic investors operate at reciprocal conditions. In this perspective, it shall be noted that the Regulation (EU) no. 2019/452 leaves unaffected the prerogatives of the member States to establish domestic FDI screening mechanisms, provided that they comply with the principles indicated by the European case law<sup>35</sup>.

However, this approach determines a lack of harmonization in the regulation of these screening systems and legitimates legal frameworks that attribute to political authorities the power to exercise the “golden powers” with a wide discretion. This is a significant difference compared to the supervisory activity characterizing regulated sectors – such as the banking and insurance ones – which is attributed to independent and technical authorities and is harmonized at the European level. In this respect, the States’ powers to screen foreign direct investments have given content to new operational forms that may produce negative impacts not only at the level of the adequate development of the sectors concerned, but also in the process of European integration<sup>36</sup>.

In light of the above, it seems that a possible solution to ensure compliance of FDI screening mechanisms with the European freedoms – and therefore support the creation of a real capital markets union – would be to entrust a supranational authority, independent from political influences, with the powers to monitor the foreign direct investments that take place within the territory of the European Union. At the same time, domestic FDI screening mechanisms should not apply to transactions that do not involve foreign players in order to maintain their original function of shield against the potential buy-out of strategic assets by foreign speculative investors.

---

<sup>34</sup> See SACCO GINEVRI, *L’espansione dei golden powers fra sovranismo e globalizzazione*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 151 et seq.

<sup>35</sup> See MAGLIANO, *Tutela degli interessi strategici e controllo degli investimenti esteri diretti: la proposta di regolamento delle istituzioni europee*, in *Il diritto del commercio internazionale*, 2018, 705 et seq.; ALVARO-LAMANDINI-POLICE-TAROLA, *La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica*, in *Quaderni giuridici Consob*, no. 20, January 2019, 36 et seq.; LOCCI-VELÀZQUZ, *Foreign Direct Investments screening: a short overview of the Italian, European and South American regulation*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2018, 2, 12 et seq.; NAPOLITANO, *Il regolamento sul controllo degli investimenti esteri diretti: alla ricerca di una sovranità europea nell’arena economica globale*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 2019, p. 2 et seq.; GAROFOLI, *Golden power e controllo degli investimenti esteri: natura dei poteri e adeguatezza delle strutture amministrative*, in *Federalismi*, 2019, no. 17, p. 4 et seq.; VELLUCCI, *The new regulation on the screening of FDI: the quest for a balance to protect EU’s essential interests*, in *Dir. comm. int.*, 2019, 142 et seq.; MACCARRONE, *Poteri speciali e settori strategici: brevi note sulle recenti novità normative*, in *Osservatorio cost.*, 2020, 130 et seq.; AMICARELLI, *Il controllo degli investimenti stranieri nel regolamento europeo del 2019*, in *Giorn. dir. amm.*, 2019, 6, 763 et seq.; SCARCHILLO, *Golden powers e settori strategici nella prospettiva europea: il caso Huawei. Un primo commento al Regolamento (UE) UN 2019/452 sul controllo degli investimenti esteri diretti*, in *Riv. dir. comm. int.*, 2020, 569 et seq.

<sup>36</sup> The issue about the fact that the wide catalogue of events triggering the Italian “golden powers” could extend the use of the special powers over transactions which, on their own, would have not be included in the FDI scope of application was pointed out by SACCO GINEVRI-SBARBARO, *La transizione dalla golden share nelle società privatizzate*, mentioned, 122 et seq. and LOCCI, *Foreign Direct Investments. The Vivendi/TIM case*, mentioned, 263 et seq.

Provided that such objectives would require the adoption of legal initiatives in a field – that of FDI screening – where member States are reluctant to transfer sovereignty in favor of external authorities<sup>37</sup>, the described process will likely take long time. A first step towards a greater harmonization at European level on these matters has been taken recently with the proposal of revision of the FDI screening European regulatory framework, which aims at addressing the shortcomings highlighted by Regulation (EU) no. 2019/452 and ultimately repealing it, with a view to, *inter alia*, determining the minimum scope for compulsory screening of transactions subject to an authorization requirement<sup>38</sup>.

In the meantime, the competent authorities of each member State should exercise the special powers granted to them in a proportional and well-reasoned manner, in order to affect to the minimum extent possible the business autonomy of market operators. Indeed, it is certainly true that the deeper economic crises have traditionally been followed by a strengthening of the State's role in the economy, including in support of entrepreneurial recovery<sup>39</sup>. However, it is also true that a return to structural supervision logics – leading to the attribution to the State of the power to closely monitor the operators of the private sector – could reopen old problems in a new globalized market<sup>40</sup>, eventually converting “strategic” companies into new limited-sovereignty corporations<sup>41</sup>, in clear contradiction to established principles of economic and corporate law.

Rather, action should be taken to find incentives for market operators to remain under Italian ownership and to support the ecosystem in which strategic Italian companies are established. In fact, the main goal to be pursued seems that of placing Italian companies, both public and private, at the center of the next structural reforms, in order to support growth, infrastructure, research and innovation after the pandemic and energy crises<sup>42</sup>. This would require legislative initiatives in which strategic players must be actively involved, including towards a digitalization and modernization of the public administration, the innovation of the justice system organization, the strengthening of production chains, the digital and transitions, the strengthening of investments in training and research, etc.<sup>43</sup>.

The aforementioned approach would allow to encourage the sense of belonging of Italian strategic companies, and therefore tie them to the territorial economy with full alignment of the interests at stake. Looking

---

<sup>37</sup> On the fact that, as a result of the Lisbon Treaty of 2009, the European Union has exclusive competence over foreign investment under the common commercial policy see, among others, BERTOLI, *Tutela degli investimenti esteri e rilancio dell'economia italiana*, in *Dir. commercio internaz.*, 2020, 3 et seq.

<sup>38</sup> Reference is made to the European Commission's communication COM(2024) 22 final, dated January 24, 2024, titled *Advancing European economic security: an introduction to five new initiatives*, available on [www.eur-lex.europa.eu](http://www.eur-lex.europa.eu).

<sup>39</sup> See, among others, URBANI, *La disciplina sulle moratorie e sulle garanzie pubbliche dei finanziamenti bancari tra Covid e post-Covid*, in *Banca Impresa Società*, 2022, 157 et seq.; CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Milan, 2016; CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Bari, 2004; NAPOLITANO, *Uscire dalla crisi. Politiche pubbliche e trasformazioni istituzionali*, Bologna, 2012.

<sup>40</sup> See CAPRIGLIONE–SACCO GINEVRI, *Metamorfosi della governance bancaria*, Milan, 2019, 110 et seq.; RESCIGNO–RIMINI, *Golden power and coronavirus: regole per l'emergenza o per il futuro*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2020, 528 et seq.

<sup>41</sup> See MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. e impr.*, 1986, 729 et seq.

<sup>42</sup> See CAPRIGLIONE, *Il dopo Covid-19: esigenza di uno sviluppo sostenibile*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, supplement no. 5, 26 et seq.

<sup>43</sup> See PELLEGRINI, *Innovazione tecnologica e diritto dell'economia*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, 40 et seq.; SEPE, *Innovazione tecnologica, algoritmi e intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi finanziari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 186 et seq.

forward, this approach would also legitimate anti-takeover mechanisms – which would be then voluntarily implemented by national companies<sup>44</sup> – aimed at preserving the entrepreneurial advantages deriving from the connection with the reference State<sup>45</sup>. In this context, the national recovery would fit into a broader European development strategy in response to the global challenges fostered by the financial crises that affected all the relevant stakeholders<sup>46</sup>.

## 5. CONCLUSIONS

The analysis of the FDI screening mechanisms offers a key perspective to observe the evolution worldwide of the law and economics approach in financial markets.

In this field, public and private interests traditionally act in conflict, since national security and other strategic goals pursued by the domestic jurisdictions, mainly driven by changing political bodies, may often jeopardize individual economic rights of business players and investors. Finding a balance between such conflicting objectives depends on several aspects which vary over the years in light of the whole global context evolution.

An improvement and extension of public powers vested with political bodies in this area could be a useful tool to contrast – in the short term – the risks that are commonly triggered by international financial crises, including protecting national “strategic” target issuers from hostile takeovers. At the same time, however, attracting foreign investments is a key tool to boost national economies and, in a global financial environment, a vital source of progress for new, modern and digitalized markets, especially in times of crisis when access to capital markets is key to favor a sustainable recovery of each country’s economy<sup>47</sup>.

Therefore, an effort is required to set a tentative distinction between the new rules and case-law which incorporate a genuine evolution of the FDI tools in the perspective of an efficient national-security protection, on the one hand, and those innovations which aim solely at empowering political bodies in charge with a significant role in specific transactions and relevant sectors in order to increase the governmental influence over financial markets and transactions, on the other hand. Indeed, indicating a net separation between such conflicting interests and evolving objectives can support observers and financial players in a delicate exercise aimed at avoiding the application of FDI rules to fully domestic transactions, as well as preventing the risk of unpredictable outcomes in this field, or duplication of processes and burdens for the same transaction by different authorities, as usually happens in recent cross-border M&A deals.

---

<sup>44</sup> See ENRIQUES, *Per un diritto societario resistente alla pandemia*, in *Riv. dir. soc.*, 2020, 701 et seq.

<sup>45</sup> See SACCO GINEVRI, *I golden powers fra Stato e mercato ai tempi del Covid-19*, mentioned, 282 et seq.; ID., *Le società strategiche*, mentioned, 843 et seq.

<sup>46</sup> See CAPRIGLIONE, *Finanza e politica nell’UE dopo la pandemia. Verso un auspicabile incontro*, in *Contratto e impresa*, 2021, 171 et seq.

<sup>47</sup> See on this topic ROSSANO, *La finanza alternative nella Capital Markets Union*, in Vv. AA., *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, edited by Passalacqua, Padova, 2022, 427 et seq.

Given the above, there is no doubt that market operations nowadays find an additional interlocutor, no longer animated by proprietary logic as at the time of the entrepreneurial State, but acting as a gatekeeper of the essential interests of the country. In fact, in comparison to the previous “golden share”, one of the most important aspects of the transition that characterized the evolution of the Italian “golden powers” lies in the fact that, as of today, the latter are potentially applicable to all companies operating in the national territory – irrespective of their public or private nature – to the extent that they own and/or manage assets which fall in one or more of the categories identified by the Italian legislator. This means that any update of the aforementioned regulatory framework may potentially imply that the scope of application of the State’s special powers is extended from time to time to new companies which – prior to such amendments – were not affected at all by the governmental control. In particular, by introducing new provisions that widen either the number of strategic sectors or the triggering events of the special powers, the public authority can reach a larger perimeter of companies in order to safeguard the essential interests of the State and, at the same time, carry out a deep monitoring activity over the operations of the entities falling within the scope of application of its supervision. However, as a result of such legislative initiatives companies may suddenly become subject to strong constraints to their business activity – imposed from outside the company and its managerial and financial dynamics – which affect deeply their operations and can jeopardize the corporate and entrepreneurial interest of their shareholders.

Therefore, market operators are now called to perform complex due diligence exercises over their activities, assets and relations in order to assess if they may be attracted under the scope of application of the legal framework under analysis. In this respect, the circumstance that golden powers exist, and are frequently used, impose a careful evaluation of all resolutions, acts and transactions undertaken in order to avoid that the notification obligations and the compliance with the prescriptions and conditions imposed are breached, and thus prevent the application of burdensome sanctions.

Of course, the regulatory framework on “golden powers” still maintains – and indeed emphasizes – its main function of foreign direct investment screening mechanism in case of potential prejudice of the State’s essential interests. However, a closer look reveals that there may be other effective legal devices to protect domestic target companies from hostile takeovers<sup>48</sup>.

In this perspective, the analysis carried out in this paper – and the concerns raised by the widespread application of FDI screening mechanisms – suggest the need for new legislative initiatives that, instead of strengthening investment screening control systems, aim at implementing structural interventions that encompass legal mechanisms to allow protection of corporations’ value even when their sustainable growth is

---

<sup>48</sup> See, for instance, SACCO GINEVRI, *OPA e delisting*, in *Riv. soc.*, 2022, 937 et seq., for an analysis of the proposed amendments to the Italian legal framework on the mandatory takeover bid. See also DROBETZ–MOMTAZ, *Antitakeover Provisions and Firm Value: New Evidence from the M&A Market*, in *Journal of corporate finance*, 2020, 1, who noted that anti-takeover measures do not necessarily depress the value of the firm that introduces them, but rather, in particular contexts “*may increase firm value when internal corporate governance is sufficiently strong*” also in view of the fact that “*takeover threats can induce myopic investment decisions, which ATPS can mitigate. They lead managers to engage more often in value-creating long-term and innovative investing, and increase a firm’s sensitivity to investment opportunities*”.

threatened due to adverse market situations<sup>49</sup>. This approach would also allow to avoid an excessive proliferation of “strategic” companies, and the consequent change in their operating scheme, in cases where this is not fully justified by the public interests concerned<sup>50</sup>.

As a result, the role of the State would once again become consistent with the European principles of an open and integrated economy<sup>51</sup>, in which the relationship between public and private sectors would be governed by entrepreneurial dynamics, therefore preventing an excessive recourse to the “golden power” and the State’s intervention, which would be potentially detrimental for the positive outcome of the globalization process and the creation of a Capital Markets Union.

---

<sup>49</sup> For similar considerations see ENRIQUES, *Extreme times, Extreme measures: Pandemic-Resistant Corporate Law*, April 2020, available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com), who – after having observed that since it is more difficult for European target companies (unlike in the United States) to defend themselves against hostile takeovers which are favored by stock market values distorted by systemic crises – notes that “*companies may have to heavily rely on governments to fend off hostile bids (and activism). Government protection, though, can only be relied upon in a subset of cases; and it’s far from free. First of all, the target may not hold “strategic assets” that trigger a government’s vetting powers. In addition, the bidder may be better connected with a government than the target company: geopolitics may even get in the way and lead a government to acquiesce to a hostile bid from a company from a given country to maintain good relations with its government. Further, political capital may have to be spent in order to secure a government veto, which may then come with formal or informal strings attached. Finally, governments can rarely intervene against activists, if the latter stay below the thresholds that trigger the former’s veto rights*”.

<sup>50</sup> See OPPO, *Diritto privato ed interessi pubblici*, mentioned, 39 et seq.

<sup>51</sup> See ALPA, *Solidarietà. Un principio normativo*, Bologna, 2022, *passim*.

**NEXT GENERATION AML SOLUTIONS:  
AN ANALYSIS OF AI-BASED TOOLS  
*VIS-À-VIS* THE REFORM OF THE  
EUROPEAN AML INSTITUTIONAL AND  
SUBSTANTIVE ARCHITECTURE**

**Andrea Minto  
Yaron Hazan**

# Next generation AML solutions: an analysis of ai-based tools *vis-à-vis* the reform of the european aml institutional and substantive architecture\*

*(Soluzioni AML di nuova generazione: un'analisi degli strumenti basati sull'intelligenza artificiale nel contesto della riforma organica antiriciclaggio europea)*

Andrea Minto\*\*

Full Professor of Law and Regulation of Financial Markets at Ca' Foscari University of Venice and at the University of Stavanger – School of Business and Law

Yaron Hazan\*\*

Vice President, Regulatory Affairs at ThetaRay and Advisory Board Member at the AI APAC Institute

## **ABSTRACT [En]:**

Despite massive policy efforts, persistent deficiencies, inconsistent enforcement, and regulatory fragmentation continue to undermine the effectiveness of anti-money laundering and counter-terrorist financing (“AML/CTF”) frameworks. This article investigates the fascinating intersection between technological innovation and AML regulation, arguing that emerging technologies, particularly artificial intelligence (“AI”) and machine learning (“ML”), have become both a catalyst for regulatory change and a potential remedy for systemic shortcomings. The article first examines the structural ineffectiveness of current AML regimes. It then analyzes the evolution of international standards and EU reforms, focusing on the 2024 “AML package,” which includes the creation of the Anti-Money Laundering Authority (“AMLA”) and the so-called AML single rulebook (the AML Regulation or “AMLR”). Against this backdrop, the article explores whether and how emerging technologies could aid obliged entities in fulfilling increasingly demanding customer due diligence and transaction monitoring obligations. By integrating insights from the growing literature on RegTech and conducting a comparative regulatory and standard-setting assessment, the study conceptualizes AI not merely as a compliance tool but as a transformative organizational instrument. It argues in fact that in light of the growing emphasis on efficient and risk-sensitive AML internal governance, AI-driven solutions are likely to become a de facto requirement for financial institutions to meet their AML obligations. Ultimately, the article contends that the future of AML effectiveness will hinge on reconciling technological capability with normative legitimacy, characterizing AI-based solutions as an essential component of an efficient and adequate AML internal governance.

**Keywords:** AML/CTF; Artificial Intelligence; Compliance; Internal Governance, AMLA/AMLR



## ABSTRACT [It]:

Nonostante i massicci sforzi dei *policy makers*, le persistenti carenze, l'applicazione incoerente e la frammentazione normativa continuano a minare l'efficacia dei quadri normativi antiriciclaggio ("AML/CTF"). Questo articolo indaga l'affascinante intersezione tra innovazione tecnologica e regolamentazione AML, sostenendo che le tecnologie emergenti, in particolare l'intelligenza artificiale ("AI") e il machine learning ("ML"), sono diventate sia un catalizzatore per il cambiamento normativo sia un potenziale rimedio alle riscontrate carenze. L'articolo esamina innanzitutto l'inefficacia strutturale degli attuali regimi AML. Analizza poi l'evoluzione degli standard internazionali e delle riforme dell'UE, concentrandosi sul "pacchetto AML" del 2024, che include la creazione dell'Autorità antiriciclaggio (AMLA) e il cosiddetto regolamento AML (AMLR). In questo contesto, l'articolo esplora se e in che modo le tecnologie emergenti possono aiutare i soggetti obbligati ad adempiere agli obblighi sempre più stringenti di due diligence sui clienti e di monitoraggio delle transazioni. Integrando le conoscenze tratte dalla crescente letteratura sul RegTech e in virtù di un'analisi comparativa, lo studio sostiene che le soluzioni basate sull'IA come una componente essenziale di una governance interna AML efficiente e adeguata.

**Parole chiave:** AML/CFT; Intelligenza Artificiale; Compliance; Governance Interna, AMLA/AMLR.

**SOMMARIO:** 1. Introduction – 2. Ineffectiveness of AML regulatory and supervisory frameworks -3. Overview of guidelines and best practices concerning AML developed by the international standard setters – 4. Opportunities and threats of technology in an evolving landscape: literature review – 5. Technology as a driver for regulatory change (1): The “AML Package” in the European Union – 6. Technology as a driver for regulatory change (2): The “AI Act” - 7. The key development of the EU AML legislation and the increased level of sophistication of AML compliance/AML obligations – 8. AMLR and artificial intelligence – 9. RegTech and obliged entities’ internal governance: exploring the obligation to set up an effective organizational structure and its implications vis-à-vis technology advancement - 10. Concluding remarks: Re-shaping the techno-legal compliance: when AI could amount to a mandatory “means to an end”

## 1. INTRODUCTION

Over the last 20 years the fight against money laundering and terrorist financing has been one of the major priorities in the agenda of policy-makers and regulators world-wide. Anti-money laundering and counter-terrorist financing (AML/CTF) legislation has in fact expanded in scope and complexity, with the European Union (EU) progressively consolidating its framework through successive legislative acts. Yet, despite these efforts, high-profile scandals - spanning from the HSBC and Danske Bank cases to the more recent failures involving major international crypto-asset service providers - have revealed deep structural deficiencies. These cases demonstrate a persistent misalignment between regulatory expectations, supervisory practices, and the

compliance standards of financial institutions. Indeed, despite two decades of incremental reforms, the AML regime remains characterized by inefficiency, inconsistent enforcement, and a lack of clarity regarding what “effective compliance” entails.

Against this backdrop, one of the most persistent points of contention relating to AML/CTF legislation concerns the breadth of its regulatory scope. However tightly drawn the AML “regulatory net” may be, criminal actors have repeatedly demonstrated ability in circumventing it, exploiting loopholes and structural blind spots inherent in any regulatory framework that, by its nature, can never be entirely comprehensive<sup>1</sup>. This tension is particularly pronounced in view of the accelerated pace of financial innovation, which has introduced new market participants, digital service offerings, and technologically enabled business models.<sup>2</sup>

The exponential increase in digitalization has reconfigured the financial ecosystem in ways that legislators and supervisors struggle to address<sup>3</sup>. At the European level, financial innovation has not only prompted policymakers to take stock of the current market reconfiguration but has also served as a catalyst for comprehensive reform - reshaping both institutional design and substantive regulatory requirements<sup>4</sup>.

---

\*Il contributo è stato approvato da revisori.

\*\* This research has been funded by the ThetaRay Fellowship.

I am indebted to ThetaRay staff for the productive exchange of ideas in particular during the event and seminar held in Athens and Madrid on 22 January and 27 May 2025 respectively.

Although this article is the result of a joint reflection, par. 1, 3, 5, 6, 7, 8 and 9 can be primarily attributed to Andrea Minto, with the remaining sections primarily attributable to Yaron Hazan.

<sup>1</sup> On the opportunities for regulatory arbitrage, see e.g. M. THIEMANN, T. TRÖGER, *The Case for a Normatively Charged Approach to Regulating Shadow Banking - Multipolar Regulatory Dialogues as a Means to Detect Tail Risks and Preclude Regulatory Arbitrage*, in *SAFE Working Paper No. 260*, 2020; T. VLAD, A. FARRANT, *The Efficiency of Regulatory Arbitrage* 181(1), in *Public Choice*, 2019, 141; A. RILES, *Managing Regulatory Arbitrage: A Conflict of Laws Approach* 47(1) in *Cornell International Law Journal*, 2014, 147; M. HEIKKI, *The Problem of Regulatory Arbitrage: A Transaction Cost Economics Perspective* 15(2), in *Regulation & Governance*, 2019, 388; V. FLEISCHER, *Regulatory Arbitrage* 89, in *Texas Law Review*, 2010, 227.

<sup>2</sup> See, e.g., INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Elements of Effective Policies for Crypto Assets*, in *IMF Policy Papers*, February 2023; see also, among others, BASEL COMMITTEE on BANKING SUPERVISION, *Prudential Treatment of Crypto-asset Exposures*, in *Consultative Document*, June 2022; FINANCIAL STABILITY BOARD, *International Regulation of Crypto-asset Activities: A Proposed Framework*, 11 October 2022; FINANCIAL STABILITY BOARD, *Decentralised Financial Technologies: Report on Financial Stability, Regulatory and Governance Implications*, June 2019; EUROPEAN CENTRAL BANK, *Crypto-Assets Task Force, Crypto-Assets: Implications for Financial Stability, Monetary Policy, and Payments Market Infrastructures*, in *ECB Occasional Paper Series* no. 223, 2019. In the legal scholarship, see, e.g., I. H-Y CHIU, *A New Era in Fintech Payment Innovations? A Perspective from the Institutions and Regulation of Payment Systems* 9, in *Law, Innovation and Technology*, 2017, 190 2017; I. H-Y CHIU, *Regulating the Crypto Economy: Business Transformations and Financialisation*, in *Oxford, Hart Publishing*, 2021; I. H-Y CHIU & G. DEIPENBROCK (eds.), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, London, Routledge, 2021; J. MADIR (ed.), *FinTech Law and Regulation*, Elgar Financial Law and Practice Series, Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2021.

<sup>3</sup> R. POL, *Anti-money Laundering: The World's Least Effective Policy Experiment? Together, We Can Fix It* 3(1), in *Policy Design and Practice*, 2020, 73; S. BROWN, *Cryptocurrency and Criminality: The Bitcoin Opportunity* 89(4), in *The Police Journal: Theory, Practice and Principles*, 2016, 327; W. BOLT, V. LUBBERSEN and P. WIERTS, *Getting the Balance Right: Crypto, Stablecoin and Central Bank Digital Currency* 16(1), in *Journal of Payments Strategy & Systems*, 2022, 39; R. COELHO, J. FISHMAN and D. GARCIA OCAMPO, *Supervising Cryptoassets for Anti-Money Laundering*, in *Bank for International Settlements, Financial Stability Institute*, 2021; T. FRICK, *Virtual and Cryptocurrencies—Regulatory and Anti-Money Laundering Approaches in the European Union and in Switzerland* 20(1), in *Era Forum*, 2019, 99.

<sup>4</sup> As better illustrated over the next sections of the article, the EU legislators set in motion a true reform of the institutional and substantive architecture of AML supervision and legislation by means of the so called “AML package”. The AML package branches out into four specific legislative trajectories resulting in Regulation (EU) 2024/1624 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing (OJ L, 2024/1624, 19.6.2024); Regulation (EU) 2024/1620 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 establishing the Authority for Anti-Money Laundering and

The rapid growth of the crypto-asset industry illustrates these dynamics particularly well. In recent years, mainstream adoption has accelerated as individuals, businesses, and financial institutions have become increasingly engaged with the crypto ecosystem. While distributed ledger technology (DLT) undeniably offers substantial opportunities, it simultaneously raises complex questions regarding emerging AML risks and the adequacy of existing safeguards<sup>5</sup>.

Yet, not only does technology raise new AML risks, it also provides innovative tools and measures to cope with such risks. In fact, technology itself is becoming a driver of compliance transformation. Artificial intelligence (AI), machine learning (ML), and advanced analytics have emerged as potential “next-generation” solutions to chronic AML challenges, such as high false-positive rates, inefficient resource allocation, and the difficulty of detecting sophisticated laundering schemes. These technologies promise to enhance anomaly detection, automate monitoring, and enable financial institutions to process vast datasets at speeds that far exceed human capabilities. Unsurprisingly, policymakers have begun to explore the potential advantages as well as the challenges of the adoption of emerging technologies for AML compliance. International standard-setting bodies such as the Financial Action Task Force (“FATF”) have published guidance on the responsible use of AI, emphasizing transparency, accountability, and proportionality. Similarly, the OECD and national regulators have issued principles for trustworthy AI.

In this perspective, the European Union amounts to a very interesting case study, as it can be said to sit at the forefront of this intersection between AML reform and AI governance. In fact, the EU legislators have recently enacted two pieces of legislation that comprehensively deal with both such areas: on the one hand, the so-called “AML package” puts in motion an unprecedented reform which includes the creation of a centralized Anti-Money Laundering Authority (the “AMLA”) and the harmonization of substantive obligations across Member States. On the other hand, the EU Artificial Intelligence Act (“AI Act”) introduces a horizontal regulatory framework for AI technologies, categorizing AI systems according to their risk profiles and imposing stringent obligations on high-risk applications. The interaction of these two legal regimes raises significant

---

Countering the Financing of Terrorism and amending Regulations (EU) No 1093/2010, (EU) No 1094/2010 and (EU) No 1095/2010 (OJ L, 2024/1620, 19.6.2024); Directive (EU) 2024/1640 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2024 on the mechanisms to be put in place by Member States for the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing, amending Directive (EU) 2019/1937, and amending and repealing Directive (EU) 2015/849 (OJ L, 2024/1640, 19.6.2024); and Regulation (EU) 2023/1113 of the European Parliament and of the Council of 31 May 2023 on information accompanying transfers of funds and certain crypto-assets and amending Directive (EU) 2015/849.

<sup>5</sup> The technologically dynamic nature of the crypto-asset ecosystem has exposed the limitations of traditional AML/CTF measures which have struggled to keep pace with the sector’s rapid evolution. In fact, anonymizing technologies enabling products such as privacy coins (e.g., tokens that employ advanced cryptographic techniques to obscure transaction details.) and tumblers or mixers made transaction monitoring more challenging, undermining both financial transparency and Know Your Customer (KYC) obligations. Additionally, the cross-border nature of crypto businesses – resulting in service providers frequently operating across jurisdictions that have divergent levels of regulatory maturity - increased the risk of regulatory arbitrage. See FINANCIAL ACTION TASK FORCE (FATF), *Virtual Assets Red Flag Indicators of Money Laundering and Terrorist Financing*, September 2020, 7–8, <https://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/recommendations/Virtual-Assets-Red-Flag-Indicators.pdf>; A. NARAYANAN et al., *Bitcoin and Cryptocurrency Technologies*, in *Princeton: Princeton University Press*, 2016, 140–143.

doctrinal and practical questions as to whether and how AI-enabled AML tools could remedy long-standing deficiencies in compliance and supervision.

This dual evolution underscores a fundamental paradox: the same technological advances that may hold the key to more effective AML compliance also raise new concerns regarding legal certainty, due process, explainability, and accountability. Furthermore, the AI Act may simultaneously constrain their development or deployment, thereby introducing potential frictions between technological innovation and regulatory safeguards. Accordingly, this paper situates itself at the intersection of technology law, financial regulation, and compliance. It analyzes the capacity of AI-based AML tools to serve as a legally and operationally sound response to the existing deficiencies, while also considering the normative boundaries imposed by EU law. More specifically, it aims to examine whether and how AI can bridge the persistent implementation gap between regulatory expectations and business practices, or whether its adoption will generate a new layer of legal uncertainty. Ultimately, this article advances the argument that emerging technologies constitute an inevitable organizational instrument which - as adapted to size, complexity, and risk profile - *all* credit institutions will likely be required to adopt in order to fulfil their obligations to establish effective and proportionate AML internal governance mechanisms. Not only are banks required to allocate compliance resources in proportion to identified risk (in line with the risk-based approach and principle of proportionality), but they also have to implement such resources in a manner that is efficient and consistent with the technical and technological progress.

The remainder of this article is structured as follows: chapter 2 examines the shortcomings of the current AML regulatory and supervisory frameworks. Chapter 3 offers an overview of the recent guidelines and best practices developed by the international standard setters, as well as by the European Union by means of the recent AML package. The analysis continues in Chapter 4 by providing a literature review of the opportunities and threats of technology advancement in finance.

## **2. INEFFECTIVENESS OF AML REGULATORY AND SUPERVISORY FRAMEWORKS**

Saying that the current framework for AML and CTF is ineffective may sound like a problematic statement, but official organizations support this claim: Europol estimates that only about 2% of criminal proceeds are frozen and 1% confiscated in the EU.<sup>6</sup>

The outcome of the fight against financial crimes is expected to be measured in prevention, detection, investigation and eventually seizure of illicit assets and bringing criminals to jail.

The ‘path to success’ is dependent on various stages that must be performed by: financial institutions as the private sector gate keeper, Financial Intelligence Units (“FIUs”) as the receptor of the identified cases, Law Enforcement Agencies (“LEA”) as the investigator to find the evidence for a crime, district attorneys’ offices to

---

<sup>6</sup> Report from the commission to the European parliament and the council, Asset recovery and confiscation: Ensuring that crime does not pay, June2, 2020, page 1, introduction.

bring the cases to court, and eventually judges to take the final decision “the verdict.”

It is essential to understand that all participants invest efforts and budget to maximize the full defense net but significant structural gaps remain.

The FATF stated that nearly all (97%) of 120 assessed countries have low to moderate effectiveness rating for preventing money laundering and terrorist financing.<sup>7</sup>

FIUs traditionally report that only around 10% of cases reported to LEA lead to action<sup>8</sup>. For example, in the Netherlands, during 2024, out of 3,484,373 reports to the FIU, 118,408 were identified as suspicious -less than 3.5%<sup>9</sup>; in France Tracfin report on their actionable Sars around 5%<sup>10</sup> during 2023.

Banks traditionally report low conversion stats from alert to SAR, Wolfsberg Group refer in their Suspicious Activity Monitoring (“SAM”) report, 2024 to the entirety of the problem:

Alert-to-SAR conversion rates, both in terms of poor outcomes and their limited reflection of effectiveness, often fail to capture genuinely suspicious activity. According to the 2022 Germany FIU report, only 15% of SARs were investigated by law enforcement authorities, and 95% of forwarded cases ended without prosecution.

The conclusion of ineffectiveness is coming from FIUs, Europol, Banks, TM vendors and anyone involved in this important challenge.

The root cause for lack of effectiveness can be traced to several structural factors:

A. Understanding and acknowledging the responsibility of FIs in the fight against financial crimes has not always been straightforward. Several cases in the early 2000s showed that banks did not always understand their role in defending humanity against financial crimes. Circumvention and repeated weaknesses were identified in several regulatory reviews by the US regulators focusing on HSBC, which led to the 1.9 B USD fine, a DPA and threat of losing license and potentially even sending senior officials to jail.

B. A lack of practical understanding of how to implement the necessary controls to address the regulatory expectation also led to attempts to adapt fraud detection controls for AML purposes, creating misalignment between Know Your Customer processes and ongoing activity monitoring, a focus on the wrong risks, and ultimately poor outcomes. The Wolfsberg Group’s 2019 statement even calls banks to stop redundant activities.<sup>11</sup>

C. Technology was also part of the failure. Banks often tried to use unsuitable solutions. In order to effectively cover the complexity of AML risks, FIs needed sophistication that at the early 2000s was not market ready, hence, the tools implemented as common practice were not fit for purpose.

### **3. OVERVIEW OF GUIDELINES AND BEST PRACTICES CONCERNING AML**

---

<sup>7</sup> Report on the state of effectiveness and compliance with the FATF standards, 2022, page 7.

<sup>8</sup> Report by Europol, *From suspicious to action*, 2017, page 29.

<sup>9</sup> *Annual review*, FIU Netherlands, 2024, p. 7.

<sup>10</sup> *Tracfin*, press release, July 31, 2024

<sup>11</sup> The Wolfsberg Group - Statement on Effectiveness, 2019.

## DEVELOPED BY THE INTERNATIONAL STANDARD SETTERS

Over the past decade and a half, international standard setters have intensified their efforts to refine the global AML/CTF architecture. While the *Financial Action Task Force* (“FATF”) remains the cornerstone of this transnational regime, many other bodies at the international and national level echoed the need to increase the effectiveness of AML/CTF regulatory frameworks, in terms of both supervision and substantive requirements.

Such “wake-up call” resulted in a wide set of soft-law acts, ranging from the documents issued by the Basel Committee on Banking Supervision (“BCBS”), the Wolfsberg Group, the OECD, and the Egmont Group of Financial Intelligence Units. Taken together, these sources articulate a complex fabric of “global standards” that both shaped hard law and set benchmarks for supervisory expectations. Yet, despite this proliferation of normative frameworks, repeated evaluations and thematic reviews revealed that AML regimes across jurisdictions suffered from endemic weaknesses. The literature and official reports converge on a central insight: compliance has expanded dramatically in its formal dimension, but its *effectiveness* remains uncertain.

Against this backdrop, the identified factors branch out into several axes (the so-called “effectiveness gap”<sup>12</sup>, the beneficial ownership transparency, the limits and paradoxes of the risk-based approach, transaction monitoring and the quality of STRs...). In this context, transaction monitoring most certainly amounts to be one of the most visible pressure points in the global AML/CTF regime in that it reveals a structural tension between regulatory expectations and institutional capacity. This became particularly true after the 2012 revision of the FATF Recommendations, and its subsequent methodology, which placed the *risk-based approach* (“RBA”) at the heart of transaction monitoring, requiring financial institutions to calibrate systems proportionately to the nature and magnitude of the risks they face<sup>13</sup>. Yet in practice, mutual evaluation reports and thematic reviews demonstrate that obligated entities, under supervisory pressure, often default to over-reporting rather than risk-sensitive detection. The system thereby drifts into what the Wolfsberg Group has characterized as “process-driven compliance,” producing suspicious transaction reports (STRs) of limited investigative utility.<sup>14</sup>

This problem is particularly acute in correspondent banking and other cross-border business models. By design, in fact, correspondent institutions process vast volumes of transactions on behalf of respondent banks, with only fragmentary knowledge of the underlying customers. FATF has long recognized this “opacity problem”: FATF Recommendation 13 and its interpretative notes underscore the vulnerability of correspondent banking to misuse precisely because the correspondent institution cannot apply full customer due diligence.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Perhaps the most salient critique emerging from the last two FATF evaluation cycles (2013–2025) is the “effectiveness gap”. Many jurisdictions can demonstrate *technical compliance* with the forty recommendations, but this has not translated into demonstrable reductions in money laundering or improved capacity to trace, freeze, and confiscate illicit assets. FATF’s *Report on the State of Effectiveness and Compliance* (2025) underscores that countries often build extensive legislative frameworks while failing to produce concrete outcomes across the eleven Immediate Outcomes, particularly in relation to supervision, preventive measures, and asset recovery. The result is a paradoxical regime in which rules proliferate, but the real-world impact of those rules remains opaque.

<sup>13</sup> FATF, *International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation*, 2012.

<sup>14</sup> WOLFSBERG GROUP, *Statement on Effectiveness* (2019); *Statement on Monitoring for Suspicious Activity*, 2024.

<sup>15</sup> FATF, Recommendation 13 and Interpretative Note, 2012.

Yet, paradoxically, supervisory expectations increasingly require correspondents to implement transaction monitoring frameworks capable of detecting sophisticated laundering typologies across opaque flows. The Wolfsberg Principles on Correspondent Banking illustrate this paradox: while they provide industry-driven guidance on minimum due diligence, they simultaneously acknowledge that correspondents must rely to a significant extent on respondents' controls, creating a structural asymmetry of information.<sup>16</sup>

The consequences of this imbalance are evident. In doctrinal terms, transaction monitoring obligations in the correspondent context expose regulated entities to a form of *impossible compliance*. Institutions are required to monitor risks that, by their very nature, remain concealed. The Basel Committee on Banking Supervision has highlighted that governance in this area is often deficient: boards and senior management frequently fail to integrate transaction monitoring into enterprise-wide risk frameworks, resulting in fragmented oversight and inadequate control testing<sup>17</sup>. Meanwhile, the Egmont Group's work on financial intelligence units (FIUs) emphasizes that cross-border information exchange remains slow and inconsistent, depriving correspondents of the contextual intelligence necessary to make monitoring systems effective.<sup>18</sup> In the absence of reliable cross-border data, monitoring becomes a blunt instrument, generating high false-positive rates, straining institutional resources, and producing STRs that law enforcement agencies themselves often deem of limited value.

These shortcomings are not merely operational but doctrinal. The risk-based approach is intended to ensure proportionality and flexibility, yet in the transaction monitoring space it often functions as a legal fiction. Institutions, particularly those operating in cross-border contexts, face obligations that are disproportionate to their informational and technical capacities. This structural imbalance undermines both the principle of proportionality and the legitimacy of AML law itself, as compliance becomes an exercise in defensive reporting rather than risk management. In doctrinal terms, the regime reflects what might be called *normative overreach*: the imposition of duties without a realistic possibility of their fulfillment.

In line with such developments, the same pressing need to restructure the architecture of AML legislation and supervision was expressed by EU policy-makers. Indeed, the European Commission in two important Communications between 2019<sup>19</sup> and 2020<sup>20</sup>, set out the measures needed to ensure a comprehensive EU policy on preventing money laundering and countering the financing of terrorism (AML/CFT). “*These include better implementation of existing rules, a more detailed and harmonised rulebook, high-quality and consistent supervision, including by conferring specific supervisory tasks to an EU body, interconnection of centralised bank account registries and a stronger mechanism to coordinate and support the work of the Financial Intelligence Units (FIUs)*”.

The policy plan of the European Commission resulted in the “AML package”, a reform that dealt with

---

<sup>16</sup> WOLFSBERG GROUP, *Correspondent Banking Principles* (2014, revised 2022).

<sup>17</sup> BASEL COMMITTEE, *Sound Management of Risks related to ML/TF* (2017).

<sup>18</sup> EGMONT GROUP, *Principles for Information Exchange* (2025); *FIU Effectiveness in Asset Recovery* (2025).

<sup>19</sup> See EUROPEAN COMMISSION, *Towards better implementation of the EU's anti-money laundering and countering the financing of terrorism framework*, 24 July 2019.

<sup>20</sup> See EUROPEAN COMMISSION, *Communication from the Commission on an Action Plan for a comprehensive Union policy on preventing money laundering and terrorist financing*, 7 May 2020.



both the institutional and the substantive dimensions of the AML architecture. Such reform will be analyzed in chapter 5.

#### **4. OPPORTUNITIES AND THREATS OF TECHNOLOGY IN AN EVOLVING LANDSCAPE: LITERATURE REVIEW**

Technology is perceived as a growth driver, according to economic models developed following the 1956 “Solow-Swan Model”, named after the 2 researchers who brought to the economic science the perception that maximizing capital and human resources can drive growth at a certain pace but technology could significantly increase productivity. Technology in the 21st century has already become an inherent part of everything we do, the basis for work, science, business and human interaction.

Technology and various IT infrastructure have been part of global banking for decades. The SWIFT infrastructure was created in 1973 and started operating in 1977 to enable messaging between banks and has, ever since, reshaped the global economy.

When it comes to inherent challenges in the fight against Money Laundering, Technology for AML and financial crime fighting also contributed to the problem. Initially systems were siloed and designed to solve a specific challenge in a complex FI-customer relationship and bank-to-bank relationships. The landscape of Transaction Monitoring has been perceived as a failure, inefficient and ineffective for decades. One study focused on operational risk management examined AML in a bank as a case study and found that rule based scenarios resulted in only 2% reporting<sup>21</sup>. The bank tried to apply machine learning and other methods to avoid wasting so much time on too many redundant alerts, but the key question to be asked is should these alerts be generated in the first place?

The root cause for this inefficiency is mainly found in the approach, tools supporting AML risk management were, and in most cases, still are, rule based.

Since 2018, many regulators and thought leaders call for using machine learning and AI in the financial crime prevention and detection. Some regulators also conducted experiments and initiated projects with the Private sector to review the potential of technology for a new era of effectiveness.

These documents reflect the understanding of these organizations that Machine Learning and AI can bring more success to the AML controls:

January 2018: The EBA European Banking Authority and ESMA European Securities and Markets Authority published an opinion on the use of innovative solutions by credit and financial institutions in the customer Due Diligence process. Clause 14 (pages 5-6), outlines the advantages of such solutions, including large-scale data analytics, improved investigation focus, high-volume processing, streamlined decision making and reduced false alerts.

---

<sup>21</sup> Operating the boundary system: A case study of Anti- Money Laundering risk management in a bank, 2025, page 15.



December 2018: Joint statement by FINCEN and other US regulators encouraging innovative industry approaches to AML compliance, suggesting AI can contribute both to efficiency as well as effectiveness.

2019: Banca D'Italia published a document exploring the opportunities in Suptech applications in Anti Money Laundering, starting with the basic need to analyze larger volumes of data and explaining the potential advantages in several new tech methods. This document shares some real life examples of actual use cases by supervisors and FIUs that leverage the tech capabilities.

2020: EBF, The European Banking Federation, published a document “Lifting the spell of dirty money”, calling for a more effective EU framework., The call for change is focused on getting better outcomes and the use of AI is mentioned several times as big potential to improve expert decisions and judgment (p. 33) and to increase the ability to identify patterns in criminal activity (p. 35).

2021: FATF published two documents, one for the private sector and one for the public sector, together with Egmont group, directing FIUs challenges and opportunities.

This trend is reflected in numerous additional publications, and in the past 3 years the move to AI and even generative AI impacted almost every aspect of life, while Transaction Monitoring and Financial Crime Risk Management remain “Rule-based” in most Financial operations.

A good example of the magnitude of this change is how smart tools can improve the detection of complex patterns in the use case of Correspondent Banking. Correspondent Banking has always been a challenge for financial crime risk management. As described above, the banks have to provide services to other banks and rely on their controls. The Wolfsberg group, composed of leading global banks, was established for that purpose, and developed the “Wolfsberg Questionnaire” as the standard for banks’ due diligence.

These questionnaires focus on a long list of risk indicators and support the decision on whether to onboard a financial institution or not. If the decision is to open a service account to the applicant, the bank assigns an appropriate risk rating. What does this rating serve? How does this rating impact the ongoing monitoring? Can banks really identify risks posed by a related Financial Institution during the business relationship?

At the same time, Fintechs and Crypto based service providers added the pressure on banks to a Straight Through Processing of payments and services.

The challenge in that case is even greater: banks must not only be able to identify risks, but they must do so with increasing speed.

The ability to identify and understand risks in a complex cross border activity is not easy, currently, the facts that are monitored are uni-dimensional and there is little insight to be gained from such a narrow view.

For example, if a non-customer generates a high volume of transactions, from a specific jurisdiction, sent in certain currency to a certain destination, processed by a “Correspondent Bank” (“CB”), the CB has very limited visibility into the underlying activity.

This raises the question of what, in practice, a correspondent bank can identify?

In a rules based; approach, each data field/parameter is evaluated against predefined thresholds. In

financial crime related scenarios, there are several data elements that combine together to a “behavior.” Can the CB set a rule per each parameter? What could be learned and understood if each rule was breached? Should each alert be investigated separately? That is the current status in most banks.

This is a clear example of where AI can provide value:: instead of relying on "uni-dimensional" analysis, moving to a “multi-dimensional” one.

The ability, in Correspondent Banking, to focus on “Pseudo customers” (i.e., entities treated analytically as customers despite not being direct clients) can mitigate some of the knowledge gaps that exist in such cross-border activity.

Instead of focusing on predefined scenarios, simple and unidimensional, that are known to any bad guy who wants to bypass the system, looking at a combination of behavioral risk indicators enables a wider view of facts.

Such AI based detection can also fulfil the common requirements from banks in accordance with the due diligence practices defined through the “Wolfsberg Questionnaire.”

It does so by utilizing the information collected at a specific point in time and detecting the behavior against the expected activity on an ongoing basis.

The risk posed by banks and other FIs can also be covered, as AI-based models can focus both on the pseudo-customer and the financial institutions involved.

This is a simple example of a complex challenge that seemed almost impossible to solve, that can be simplified and managed both efficiently and effectively.

The potential scenarios that could be related to a prohibited activity through CB are relevant to relationships between financial institutions, such as undeclared “nesting” and to the actual predicate offenses that Anti Money Laundering is aiming to slow down/detect/prevent.

The move from rules that are focussed on predefined scenarios, that are financial related by nature, such as geography, products, services and industry, to AI based patterns, can also enable focus on actual suspicious activity that is potentially indicating a crime, for example, human trafficking detection or terrorist financing detection.

The changes described here can, and should, be the focus of AML requirements, controls and best practices.

Responsible AI standards are key for AI to be used in the financial system, In the recent years, many regulators published guidance documents related with the use of AI in the Financial system, Monetary Authority of Singapore published the “FEAT” principles in 2018, Fairness, Ethics, Accountability and Transparency, stating that AI and machine learning tools could be biased and rely on past knowledge that is not ideal, unfair and mis judging, such bias could damage the decisions when recruiting an employee or offering services to customers.

The MAS provides in this document a direction that there should be a differentiated approach to fighting financial crime, the principle of transparency even includes a statement that:

“For example, the AIDA Firm uses AIDA models for fraud detection and to identify possible “red flags”. Given materiality considerations and concerns of model manipulation or exploitation, an AIDA Firm decides not to share about the AIDA model used, or provide explanations relating to this area”.

This shows one important perception: while the criteria for assessing the fit of AI model are clear, different use cases should be considered by their nature, financial institution is asked to reveal the use of AI that drives specific selection of services or products to customers, but, at the same time, is not expected to reveal to all, including bad guys, how the AI is used for financial crime detection.

The struggle between “conflicting values” is not new. GDPR requirements are strict when it comes to personal data, yet at the same time, public interest and security are at least as important values and the path between conflicting objectives should be carefully selected.

In order to feel confidence when applying AI solutions to Financial Crime Risk Management, the question is not limited to the values, it is also about the translation of the values into principles, and practical methodologies.

#### Responsible AI in Fighting Crime - Principles and Best Practices.

Financial regulators published many guidance documents for responsible use of AI solutions, some of them, such as the French regulator, ACPR, already shared with the financial industry several documents with an evolving understanding and expectations.

From 2018, the “FEAT” principals document mentioned above, the regulators focused on several criteria to assess the reliability of AI solutions, The DNB, DeNederlandschebank published on July 2019 a guidance document listing the following principals<sup>22</sup>: Soundness and skills were added to the initial “FEAT” principles, in order to understand these principles, the relevant risks when using AI and the expected controls, DNB provided the following guidance:

- Soundness-risk of experiencing systemic mistakes should be mitigated by experts' involvement, the choice of the solution should meet the explainability and simplicity criteria, alignment with organization's AI policy;
- AI is implemented to serve specific tasks, all employees involved from production to the board level should understand the risks and limitations of the organizational AI systems. Audit, Risk and Compliance teams should be trained to understand AI related risks and challenges.
- In June 2020, ACPR published a document focused on the “Governance of Artificial Intelligence in Finance”- In this document, Explainability and Governance of AI are the key focus areas and AML is one of the main use cases tested, The document mention the difference between interpretability “the degree to which an observer can understand the cause of a decision” and explainability is broken to model creation and post model creation phases:

---

<sup>22</sup> See General principles for the use of AI in the financial sector, DNB, 2019, Pages 34-39,

- Pre-model explanatory methods mainly refer to which data sources were used and why
- Documentation of data sets and decisions
- Explainable feature engineering relying on experts involvement
- Post model creation explanatory approach should be defined at early stage of model adaption,

to enable planning of embedding AI into the business process.

“Lastly, explainable modelling is not very suitable for audit, all the more so when the predictive model is only available as a black box, without a documentation of the algorithm itself”.

Explainability, according with ACPR guidance should be tested considering the following criteria:

Accurate, Comprehensive, Comprehensible, Concise, Actionable, Robust, Reusable.<sup>23</sup>

All these criteria should explain how the model operates and why the model took specific decisions. As per the governance part, the document emphasizes the following requirements:

Operational procedures, segregation of duties, risk recognition and assessment, integration in business process, role of AI, engineering methodology and user interaction with AI.

As many Financial regulators acknowledged the advantages in using AI for AML controls, these publications were critical for FIs to understand what would be considered as responsible implementation of AI into business processes.

These guidance documents between 2018-2023 evolved to the magnitude of laws in various countries that defined the requirements, guidelines and restrictions around the use of AI technology in accordance with the risks identified in the past 6 years. Such legislation includes: CANADA, Artificial Intelligence and data act, second reading was completed in April 2023. US, Executive order 14110 on the safe secured and trust worthy developments and use of Artificial Intelligence. Brazil, Bill No. 2338/2023 that defines responsibilities and penalties for AI developers, Approved in December 2024. UK, Pro innovation approach to AI regulation, August 2023. South Korea, The AI framework act, December 2024.

The wind of change is emphasized through all these regulatory documents, on the one hand a clear understanding that AI is part of modern life and modern society, on the other hand, the needs for safeguards and governance. These laws, in the use case of AI solutions for AML controls in the financial industry, enable progress and advanced use of AI while clarifying the responsibility of all entities involved, adapters and providers.

These laws and guidelines, including the AI Act, can and should be translated into clear best practices for AI adaptation. The principles have not changed: Human involvement, Accountability, Explainability, Safety, Fairness and Transparency.

Similar to any risk management practice, these should be measured and managed with a clear understanding of probability for the risk and the potential impact.

---

<sup>23</sup> See L. DUPONT, O. FLICHE, S. YANG, ACPR guidance: “Governance for artificial intelligence in finance” June 2020, by: Fintech-Innovation Hub, ACPR, various clauses re explainability and Governance.

Per the AML use case, it should not be too complex, responsible AI should be explainable, based on facts and involve experts prior to any decision.

AI has already become an embedded tool in the hands of bad actors, using it wisely can mitigate some of the risks posed to society by these bad actors.

## **5. TECHNOLOGY AS A DRIVER FOR REGULATORY CHANGE (1): THE “AML PACKAGE” IN THE EUROPEAN UNION.**

As already emphasized, the evolution of EU AML legislation has proceeded along two principal trajectories. First, the regulatory architecture has incrementally broadened its *scope of application* in an effort to encompass an ever-wider range of economic operators and professional actors whose activities may serve as leverage points for the detection and prevention of financial crime (the “obliged entities”). Second, the AML framework has consistently sought to reinforce the *substantive effectiveness* of transaction monitoring mechanisms by refining the checks, controls, and due diligence obligations imposed upon obliged entities.

A decisive inflection point in this legislative trajectory occurred with Directive 2001/97/EC (the second AML directive, or “AMLD2”), adopted a decade after the first Anti-Money Laundering Directive (“AMLD1”). While AMLD1 had confined its scope to “credit and financial institutions,” AMLD2 represented a genuine paradigm shift by extending the subjective reach of AML obligations to a considerably broader array of entities and professionals. From that juncture onward - through successive updates of the AML framework and culminating in the recent Regulation (EU) 2024/1624 (the “AMLR”) - the circle of obliged entities has continued to expand, reflecting the Union’s commitment to a progressively comprehensive and risk-based approach to the prevention of money laundering and related financial crimes.

In the wake of unprecedented scandals<sup>24</sup>, EU policy makers were called upon to increase the effectiveness of the current AML architecture by rolling out a complete institutional and substantive overhaul <sup>25</sup>. On 20 July 2021, in fact, the European Commission triggered the law-making process and presented its proposal to reform the anti-money laundering and counter-terrorism system, which consists of a series of measures, namely: (i) the 6th Anti-Money Laundering Directive <sup>26</sup>; (ii) the regulation establishing a European *Anti-Money Laundering Authority* or “AMLA”<sup>27</sup>; (iii) the regulation containing certain directly applicable AML/CFT rules, including in relation to customer due diligence and beneficial ownership; (iv) a revision of the Regulation (EU) No 2015/847 on funds transfers for the purpose of tracking crypto assets transfers (the only measure that has so far been taken by means of Regulation (EU) 2023/1113, as discussed above).

The first measure to be taken was the above-mentioned Travel Rule Regulation by means of Regulation (EU)

---

<sup>24</sup> Namely, the “Danske bank case” stands out as, that, amounts to be one of the biggest AML scandals in Europe, in terms of overall magnitude, with over 200 billion euro in ML transactions. See, e.g., A. MINTO, N. RASMUSSEN, *Approaching the Danske Bank Scandal in a "Tragedy of the Commons" Perspective: Implications for Anti-Money Laundering Institutional Design and Regulatory Reforms in Europe* 19(2) European Company and Financial Law Review 305 (2022).

<sup>25</sup> See in particular Communication from the Commission to the European Parliament and the Council *Towards Better Implementation of the EU’s Anti-Money Laundering and Countering the Financing of Terrorism Framework*, COM/2019/360 final, 24 July 2019; Communication from the Commission on an *Action Plan for a Comprehensive Union Policy on Preventing Money Laundering And Terrorist Financing*, 2020/C 164/06 (so called “Commission AML Action Plan”, C/2020/2800), 13 May 2020.

<sup>26</sup> COM (2021) 423 *final*.

<sup>27</sup> COM (2021) 421 *final*.

2023/1113. On 19 June 2024, the remaining three of the four building-blocks of the so called “AML package” – the AML Regulation (Regulation (EU) 2024/1624, the “AMLR”), the Regulation establishing the Anti-Money Laundering Authority (Regulation (EU) 2024/ 1620, the “AMLAR”) and the sixth AML Directive (Directive (EU) 2024/1640, the “AMLD6”) - have been published on the Official Journal of the EU, setting in motion a true paradigmatic shift in the institutional<sup>28</sup> and substantive<sup>29</sup> architecture of the field.

The recent overhaul of the AML regulatory framework has been driven, amongst other things, by the quest to counter the new AML risks associated with digitalization and technology advancement. The measure underlying the AML package in fact “*refine the existing EU regulatory framework, adapting it to new and emerging challenges related to technological innovation...*”<sup>30</sup>.

## 6. TECHNOLOGY AS A DRIVER FOR REGULATORY CHANGE (2): THE “AI ACT”

As new technologies disrupt established social, economic, and institutional arrangements, law is compelled to reshape its instruments, concepts, and methodologies in order to account for the resulting transformations. We just showed that technological innovation functioned as a catalyst for legal evolution in the AML ambit. Along the same lines, the accelerating diffusion of AI prompted EU policy makers to develop novel regulatory frameworks to acknowledge the emerging technologies and make sure to preserve (fundamental) rights and their responsible and proper adoption, while sustaining innovation and competitiveness.

The enactment of Regulation (EU) 2024/1689 (the Artificial Intelligence Act, or “AI Act”) constitutes a paradigmatic instance of this phenomenon. It illustrates how technological change operates not merely as a passive object of regulation but as an active *driver of regulatory transformation*. The AI Act reflects an attempt by the EU to translate technological complexity into legal form, thereby establishing a comprehensive framework capable of addressing both the risks and the societal potential of AI.

As recital 1 states, in fact, the AI Act aims to “*improve the functioning of the internal market by laying down a uniform legal framework in particular for the development, the placing on the market, the putting into service and the use of artificial intelligence systems (AI systems) in the Union, in accordance with Union values, to promote the uptake of human centric and*

---

<sup>28</sup> Indeed, a new EU agency, the Anti-Money Laundering Authority (“AMLA”) has been established with the responsibility to manage the AML/CFT supervisory system.

<sup>29</sup> In looking at the AML requirements, it is worth emphasizing the paradigm shift that the EU legislator made by moving from a directive-based legislation to a regulation-based framework: since 1991 (when the first AML directive was enacted), and after other four acts of such nature, the decision to abandon the instrument of the directive is a much welcome, and a much needed, step forward in the direction of ensuring a consistent implementation of the AML requirements across countries (namely, customer due diligence, data retention and reporting of suspicious transactions). This holds particularly true in relation to financial markets, that are by their very nature global and thus inherently cross-border.

<sup>30</sup> These measures aim to refine “*the current EU regulatory framework, adapting it to new and emerging challenges related to technological innovation, such as virtual currencies, the increased integration of financial flows in the single market and the global nature of terrorist organisations. These proposals will help create a much more coherent framework to facilitate compliance of operators subject to AML/CFT rules, in particular those operating across borders*”: those the words of the European Commission used in the Press Release, *Defeating Financial Crime: Commission Reviews Rules Against Money Laundering and Terrorist Financing* (20 July 2021), available at [https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip\\_21\\_3690](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/ip_21_3690).

*trustworthy artificial intelligence (AI) while ensuring a high level of protection of health, safety, fundamental rights as enshrined in the Charter of Fundamental Rights of the European Union (the 'Charter'), including democracy, the rule of law and environmental protection, to protect against the harmful effects of AI systems in the Union, and to support innovation. This Regulation ensures the free movement, cross-border, of AI-based goods and services, thus preventing Member States from imposing restrictions on the development, marketing and use of AI systems, unless explicitly authorised by this Regulation".*

According to art. 3(1), n.1, "AI system" is defined as "*a machine-based system that is designed to operate with varying levels of autonomy and that may exhibit adaptiveness after deployment, and that, for explicit or implicit objectives, infers, from the input it receives, how to generate outputs such as predictions, content, recommendations, or decisions that can influence physical or virtual environments*".

Central to the AI Act's architecture is the risk-based approach, a regulatory philosophy that - like the approach that characterizes the AML framework, *mutatis mutandis* - seeks to calibrate legal obligations according to the potential risks that AI systems pose to fundamental rights, safety, and societal interests <sup>(31)</sup>.

In this perspective, in fact, the AI Act develops a risk-based approach in order to introduce a proportionate and effective set of binding rules for AI systems. Such an approach, in fact, aims to "*tailor the type and content of such rules to the intensity and scope of the risks that AI systems can generate. It is therefore necessary to prohibit certain unacceptable AI practices, to lay down requirements for high-risk AI systems and obligations for the relevant operators, and to lay down transparency obligations for certain AI systems*" (see recital 26 AI Act). In this perspective, the regulation sets out a four-tiered taxonomy of risk, articulated in Articles 5 to 7. This structure reflects a graded intervention model designed to align the intensity of regulatory oversight with the potential severity of harm.

**(a) Unacceptable Risk.** Certain uses of AI are prohibited outright on the ground that they contravene fundamental values or pose disproportionate risks to human dignity and autonomy. These include systems involving social scoring by public authorities, manipulative subliminal techniques, or biometric identification for real-time surveillance, subject to narrow exceptions. This category embodies the *precautionary dimension* of the EU's regulatory philosophy, reflecting a willingness to ban technologies whose risks are deemed inherently incompatible with fundamental rights.

**(b) High Risk.** The *high-risk* category constitutes the core of the AI Act's regulatory apparatus. Pursuant to Article 6, systems falling within certain critical areas—such as employment, education, law enforcement, migration, and essential private services—are subject to extensive obligations. Providers of high-risk systems must conduct *ex ante conformity assessments*, ensure data governance and documentation, implement quality

---

<sup>31</sup> For a critical analysis of the AI Act's risk-based approach see, e.g., M. EBERS, *Truly Risk-based Regulation of Artificial Intelligence How to Implement the EU's AI Act*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2025;16(2):684-703; J. CHAMBERLAIN, *The Risk-Based Approach of the European Union's Proposed Artificial Intelligence Regulation: Some Comments from a Tort Law Perspective*, in *European Journal of Risk Regulation*, 2023;14(1):1-13. doi:10.1017/err.2022.38; L. FLORIDI, *The European Legislation on AI: A Brief Analysis of its Philosophical Approach*, June 1, 2021, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3873273> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3873273>; EDWARDS and VEALE, *Slave to the Algorithm? Why a 'Right to an Explanation' Is Probably Not the Remedy You Are Looking For*, May 23, 2017, in *Duke Law & Technology Review* 18, 2017, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2972855>. or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2972855>.

management systems, and facilitate post-market monitoring. The obligations codified in Title III thus transform AI compliance into an ongoing process rather than a one-off certification event.

**(c) Limited and Minimal Risk.** AI systems deemed to present *limited* risks are subject primarily to transparency obligations—for instance, informing users that they are interacting with an AI system.

**(d) Minimal Risk.**

For *minimal-risk* systems, no specific obligations are imposed beyond adherence to general principles and voluntary codes of conduct. This residual category aims to preserve regulatory space for innovation and experimentation while maintaining an overarching framework of accountability.

This taxonomy illustrates the Union’s preference for *graduated regulation*, balancing the imperatives of innovation and risk mitigation through differential legal intensity.

## **7. THE KEY DEVELOPMENT OF THE EU AML LEGISLATION AND THE INCREASED LEVEL OF SOPHISTICATION OF AML COMPLIANCE/AML OBLIGATIONS**

Far from constituting a mere exercise in legislative replication, the AMLR materially advances and refines the framework established under the AMLD4 with respect to the substantive content of AML obligations. Within this broader reform agenda, one of the most significant areas of regulatory innovation concerns *customer due diligence* (“CDD”). The AMLR fundamentally restructures the CDD regime, both expanding and recalibrating the obligations originally articulated in AMLD4.

Specifically, the AMLR replaces the previous fourfold set of due diligence obligations with a more extensive and demanding framework comprising ten distinct activities, thereby altering not merely the scope but also the nature of CDD itself. This transformation introduces novel elements, such as explicit obligations related to sanctions compliance, which were previously absent from the AMLD4 framework<sup>32</sup>. Furthermore, the AMLR revises the *temporal and conditional triggers* for conducting due diligence, redefining the circumstances under which obligated entities must initiate CDD procedures.

According to art. 13 AMLD4, in fact, customer due diligence is formed by four specific activities. The four activities that make up the customer due diligence are: i) the identification of the customer and verification of the customer’s identity on the basis of documents, data or information obtained from a reliable and independent source; ii) the identification of the beneficial owner, taking reasonable measures to verify that person's identity so that the obliged entity is satisfied that it knows who the beneficial owner is, including, as regards legal persons, trusts, companies, foundations and similar legal arrangements, taking reasonable measures to understand the ownership and control structure of the customer; iii) the assessment and, as appropriate,

---

<sup>32</sup> Indeed see art. 20 AMLR that, amongst other activities, requires obliged entities to verify “whether the customer or the beneficial owners are subject to targeted financial sanctions, and, in the case of a customer or party to a legal arrangement who is a legal entity, whether natural or legal persons subject to targeted financial sanctions control the legal entity or have more than 50 % of the proprietary rights of that legal entity or majority interest in it, whether individually or collectively” (see art. 20(1)(d)).



obtainment of the information on the purpose and intended nature of the business relationship; and iv) the ongoing monitoring of the business relationship including scrutiny of transactions undertaken throughout the course of that relationship to ensure that the transactions being conducted are consistent with the obliged entity's knowledge of the customer, the business and risk profile, including where necessary the source of funds and ensuring that the documents, data or information held are kept up-to-date (see art. 13, par. 1, lett. a), b), c), d), respectively)<sup>33</sup>.

With reference to the scope of application, art. 11 AMLD4 enumerates the cases in which obligated parties are required to perform the activities described above. Specifically, the provision stipulates that customer due diligence applies:

- (a) when establishing a business relationship;
- (b) when carrying out an occasional transaction that:
  - (i) amounts to EUR 15.000 or more, whether that transaction is carried out in a single operation or in several operations which appear to be linked; or
  - (ii) constitutes a transfer of funds exceeding EUR 1.000;
- (c) in the case of persons trading in goods, when carrying out occasional transactions in cash amounting to EUR 10 000 or more, whether the transaction is carried out in a single operation or in several operations which appear to be linked;
- (d) for providers of gambling services, upon the collection of winnings, the wagering of a stake, or both, when carrying out transactions amounting to EUR 2.000 or more, whether the transaction is carried out in a single operation or in several operations which appear to be linked<sup>34</sup>.

In addition to these cases, obliged entities are required to always carry out customer due diligence when:

- (a) there is suspicion of money laundering or terrorist financing; or
- (b) there is doubt about the veracity or adequacy of data previously obtained for identification purposes.

Against this backdrop, we may now move to the new CDD regime as enshrined in the AMLR.

In particular, art. 19, par. 1 of the AMLR provides that customer due diligence applies:

- (a) *when establishing a business relationship;*

---

<sup>33</sup> See, e.g., MUGARURA, *Customer Due Diligence (CDD) Mandate and the Propensity of its Application as a Global AML Paradigm* 17(1), in *Journal of Money Laundering Control* 76 (2014); CHITIMIRA, MUNEDZI, *Overview International Best Practices on Customer Due Diligence and Related Anti-Money Laundering Measures* 26(7), in *Journal of Money Laundering Control*, 2023, 53; SHOUST, DOSTOV, *Implementing Innovative Customer Due Diligence: Proposal for Universal Model* 23(4), in *Journal of Money Laundering Control*, 2020, 871; MULLIGAN, *Know Your Customer Regulations and the International Banking System: Towards a Self-Regulatory Regime* 22(5), in *Fordham International Law Journal*, 1998, 2372.

<sup>34</sup> Those cases, therefore, apply irrespective of any derogation, exemption or threshold as they always trigger the application of the customer due diligence. For the purpose of the correct fulfillment of this obligation, it makes it worthwhile to clarify - with regard to the cases referred to in Art. 11, par. 1 (a) and (b) - what is meant, respectively, by “business relationship” and “occasional transaction”. While the former indicates “a business, professional or commercial relationship which is connected with the professional activities of an obliged entity and which is expected, at the time when the contact is established, to have an element of duration” (see Art. 3, par. 3, n. 13), the occasional transaction refers to a transaction that obviously escapes the features of the business relationship, in that it lacks the duration element. However, the occasional transaction to be relevant for the application of due diligence must: i) result in a transaction of 15.000 euro or more; or ii) constitute a transfer of funds exceeding 1.000 euro.

*(b) when carrying out an occasional transaction of a value of at least EUR 10 000, or the equivalent in national currency, whether that transaction is carried out in a single operation or through linked transactions [...]; (c) when participating in the creation of a legal entity, the setting up of a legal arrangement [...] irrespective of the value of the transaction; (d) when there is a suspicion of money laundering or terrorist financing, regardless of any derogation, exemption or threshold; (e) when there are doubts about the veracity or adequacy of previously obtained customer identification data; (f) when there are doubts as to whether the person they interact with is the customer or person authorised to act on behalf of the customer”.*

By way of derogation from the general CDD rules, however, art. 19, par. 3 requires crypto-asset service providers to (a) apply customer due diligence when carrying out an occasional transaction that amounts to a value of at least EUR 1 000, or the equivalent in national currency, whether the transaction is carried out in a single operation or through linked transactions; and (b) apply at least customer due diligence measures referred to in Article 20(1), point (a), when carrying out an occasional transaction where the value is below EUR 1 000, or the equivalent in national currency, whether the transaction is carried out in a single operation or through linked transactions.

In line with the risk-based approach that informs the AML legislation, the legislator itself deemed occasional transactions in crypto assets riskier than occasional transactions with other means of payment, with the consequence of lowering the threshold for the application of CDD from EUR 10.000 to 1.000.

The manner in which CDD is articulated under Article 19 of the AMLR, when viewed against the backdrop of evolving market dynamics and the increasing sophistication of money-laundering schemes, renders compliance increasingly onerous for financial institutions to the point of challenging their capabilities. The broadened scope of CDD obligations, now encompassing a more granular assessment of risk factors, verification of beneficial ownership, and systematic integration of sanctions screening, imposes in fact considerable operational demands on banks. The convergence of stricter regulatory expectations with rapid technological and market developments exacerbates the compliance burden. Ultimately, this accentuates the tension between regulatory ambition and operational capacity, in that it raises the regulatory bar so high to make it very challenging for banks to abide by.

## **8. AMLR AND ARTIFICIAL INTELLIGENCE**

The AMLR explicitly mentions AI. Indeed, according to art. 76(5) AMLR, in fact, “*obliged entities may adopt decisions resulting from automated processes, including profiling as defined in Article 4, point (4), of Regulation (EU) 2016/679, or from processes involving AI systems as defined in Article 3, point (1), of Regulation (EU) 2024/1689 of the European Parliament and of the Council, provided that:*

- a) the data processed by such systems is limited to data obtained pursuant to Chapter III of this Regulation;*
- b) any decision to enter or refuse to enter into or maintain a business relationship with a customer or to carry out or refuse to carry out an occasional transaction for a customer, or to increase or decrease the extent of the customer due diligence measures applied pursuant to Article 20 of this Regulation, is subject to meaningful human intervention to ensure the accuracy and*

*appropriateness of such a decision; and*

*c) the customer may obtain an explanation of the decision reached by the obliged entity, and may challenge that decision, except in relation to a report as referred to in Article 69 of this Regulation”.*

This provision however is concerned with the proper use of the data, and not with AI as a (potentially essential) component of the AML internal governance of obliged entities.

Indeed, Article 76(5) AMLR permits obliged entities to employ automated decision-making processes, including profiling and AI-driven systems, subject to the compliance with three cumulative safeguards. Each safeguard performs a distinct regulatory function aimed at ensuring that automation does not compromise the substantive and procedural guarantees embedded in the AML framework.

#### *(1) The Data-Limitation Requirement*

The first condition establishes a limitation on the categories of data that may be processed through automated systems. The provision confines permissible data to that obtained pursuant to Chapter III AMLR, which governs customer due diligence and related financial crime prevention measures. This demarcation serves two purposes. It ensures, first, that the use of automation remains tethered to the statutory objective of detecting and mitigating money-laundering risks rather than expanding into ancillary commercial uses<sup>35</sup>. Second, it operates as a structural safeguard against disproportionate data acquisition and the introduction of external datasets that may produce opaque or discriminatory outcomes<sup>36</sup>. The requirement thus reinforces the principle of purpose limitation central to EU data protection law, while aligning it with AML risk management objectives<sup>37</sup>.

#### *(2) The Requirement of Meaningful Human Intervention*

The second condition mandates substantive human oversight over core relationship and transactional decisions. Decisions to enter, maintain, or terminate a business relationship, to execute or refuse an occasional transaction, or to adjust the level of customer due diligence measures must be subject to meaningful human intervention capable of verifying the accuracy and appropriateness of the automated output. This requirement does not endorse human involvement of a merely procedural or confirmatory nature. Rather, it requires an evaluative engagement in which the human reviewer possesses both the authority and the practical capacity to review, amend, or overturn the automated recommendation<sup>38</sup>. This safeguard operationalizes the broader EU legal principle that automated systems must not displace human responsibility in matters bearing legal or

---

<sup>35</sup> On the need for strict necessity in data processing for AML objectives, see CJEU, Joined Cases C-203/15 and C-698/15, *Tele2 Sverige*, ECLI:EU:C:2016:970, paras 94–102.

<sup>36</sup> See, e.g., S. WACHTER, B. MITTELSTADT AND L. FLORIDI, *Why a Right to Explanation Does Not Exist in the GDPR*, in *International Data Privacy Law* 7(2), 2017, 76–99; M. HILDEBRANDT, *Smart Technologies and the End(s) of Law*, Edward Elgar 2015, ch 3; M. BRKAN, *Do Algorithms Rule the World? Algorithmic Decision-Making and Data Protection in the EU*, 27, in *European Journal of Law and Technology*, 2019, 287–309.

<sup>37</sup> On purpose limitation as a constitutional principle of EU data protection law, see CJEU, Case C-311/18, *Data Protection Commissioner v Facebook Ireland and Maximilian Schrems (Schrems II)*, ECLI:EU:C:2020:559, paras 175–185 and CJEU, Case C-131/12, *Google Spain*, ECLI:EU:C:2014:317, para 72.

<sup>38</sup> See Art. 14 AI Act encompassing the requirement of effective human oversight. In literature see L. EDWARDS, M. VEALE, *Slave to the Algorithm? Why a ‘Right to Explanation’ Is Probably Not the Remedy You Are Looking For*, 16 *Duke Law & Technology Review*, 18–84, at 43–48, 2017

economic significance for individuals.

(3) *The Right to Explanation and Contestation*

The third condition affords customers the procedural right to obtain an explanation of the decision and to challenge that decision. This constitutes a due process guarantee within the AML context. It requires obliged entities to provide intelligible and sufficiently detailed information regarding the reasoning underlying the outcome, allowing the customer to contest potential inaccuracies. The only exclusion concerns decisions connected to the filing of suspicious transaction reports under Article 69 AMLR, where confidentiality is essential to the effectiveness of financial intelligence operations. This exclusion confirms that the right to explanation and contestation is calibrated to preserve both individual procedural rights and the integrity of supervisory reporting mechanisms<sup>39</sup>.

Besides this explicit reference to AI in the AMLR, we consider it even more important (and compelling for its integration into the operational and business models), the implicit reference to it in the ambit of the set of rules concerning internal governance, as explained in the next paragraph.

## **9. REGTECH AND OBLIGED ENTITIES' INTERNAL GOVERNANCE: EXPLORING THE OBLIGATION TO SET UP AN EFFECTIVE ORGANIZATIONAL STRUCTURE AND ITS IMPLICATIONS VIS-À-VIS TECHNOLOGY ADVANCEMENT**

Within the different trajectories the reform of the EU AML legislation branches out, a relevant one most certainly relates to the effectiveness of the internal governance measures, compliance and risk management.

Internal governance refers to the set of processes, procedures and organizational measures, as well as *“all standards and principles concerned with setting an institution’s objectives, strategies and risk management framework; how its business is organised; how responsibilities and authority are defined and clearly allocated; how reporting lines are set up and what information they convey; and how the internal control framework is organised and implemented, including accounting procedures and remuneration policies. Internal governance also encompasses sound information technology systems, outsourcing arrangements and business continuity management”*<sup>40</sup>.

In fact, the AMLR aims to emphasize the identification, management and mitigation of money laundering and financing of terrorism risk as an essential component of sound internal governance arrangements and risk management frameworks. In this specific perspective, therefore, the AMLR advances the governance

---

<sup>39</sup> On the legitimacy of confidentiality exceptions in AML supervision, see CJEU, Case C-598/19, UAB “SS” v Lietuvos bankas, ECLI:EU:C:2021:800, paras 42–47 (accepting procedural limitations to preserve integrity of supervisory reporting)

<sup>40</sup>EBA, *Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*, 2 July 2021. On the definition of internal governance, see, e.g., VAN SETTEN, *Risk, Risk Management, and Internal Controls*, in D. Busch, G. Ferrarini, G. Van Solinge (eds.), *Governance of Financial Institutions*, in Oxford University Press, 2019, p. 221; HOPT, *Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis*, in E Wymeersch, K. Hopt, and G Ferrarini (eds), in *Financial Regulation and Supervision—A Post Crisis Analysis*, Oxford University Press, 2012, p. 11 and 17; BCBS, *Guidelines. Corporate governance principles for banks*, July 2015, p. 3; MILLER, *The Law of Governance, Risk Management, and Compliance*, 2nd ed, Wolters Kluwer, 2017, 709–84; H-Y CHIU, *Regulating (from) the Inside—The Legal Framework for Internal Control*, in *Banks and Financial Institutions*, Oxford University Press, 2015; VOS. K. MORBEE, COOLS and M. Wyckaert, *A cross-sectoral analysis of corporate governance provisions*, in V. Colaert, D. Busch, T. Incalza (eds.), *European Financial Regulation. Levelling the cross-sectoral Playing field*, Hart publishing, 2019, p. 182.

arrangements that credit institutions are required to have in place to ensure sound and effective risk management as provided for in this regard by the relevant requirements of the AMLD4, Directive 2013/36/EU as well as the indications in the EBA guidelines on internal governance<sup>41</sup>.

The increased emphasis on internal governance emerges already from how the AMLR is designed.

Unlike the AMLD4, in fact, where this matter is scattered between Article 8 and then Articles 45 and 46, the AMLR shows a clear and neat structure, in that it consolidates all the relevant set of rules in Chapter II, under the heading “*internal policies, controls and procedures of obliged entities*”.

The rules on internal governance thus form the first set of obligations, as enshrined in Chapter II, to be complied with. Chapter II is then divided into Sections: Section I on “*Internal Procedures, risk Assessment and staff*” and Section II concerning “*Provisions applying to groups*”, thus confirming how important they are in the overall architecture of AML requirements.

The AMLR develops the current provisions of the AMLD4 in particular by adding new obligations on the management body that aim to

- (i) intensify its oversight on the institution’s activities;
- (ii) foster the implementation of a sound risk culture; and
- (iii) strengthen the risk management frameworks of institutions by including the aspect of AML risk factors.

Article 7 AMLR demonstrates the pivotal role of risk management, in that it requires credit institutions to adopt policies, controls and procedures in order to ensure compliance with the AML framework in a much more articulated and precise fashion than the corresponding Article 46 AMLD4. In particular, the internal governance should be designed as to mitigate and manage effectively the risks of money laundering and terrorist financing identified at the level of the Union, the Member State and the obliged entity, as well as to curb the risks of non-implementation and evasion of proliferation financing related targeted financial sanctions<sup>42</sup>.

Those policies, controls and procedures shall be proportionate to the nature and size of the obliged entity and should include: (a) the development of internal policies, controls and procedures, including risk management practices, customer due diligence, reporting, reliance and recordkeeping, the monitoring and management of compliance with such policies, controls and procedures; (b) policies, controls and procedures to identify, scrutinize and manage business relationships or occasional transactions that pose a higher or lower money laundering and terrorist financing risk; (c) an independent audit function to test the internal policies,

---

<sup>41</sup> See EBA, *Guidelines on internal governance under Directive 2013/36/EU*, 2 July 2021, Executive summary: “*in recent years, internal governance issues have received increased attention from various international bodies. Their main aim has been to correct institutions’ weak or superficial internal governance practices, as identified during the financial crisis. Recently, there has been a greater focus on conduct related shortcomings, including compliance with the framework to prevent money laundering and terrorist financing and activities in offshore financial centres*”.

<sup>42</sup> The notion of “*targeted financial sanctions*” refers to “*both asset freezing and prohibitions to make funds or other assets available, directly or indirectly, for the benefit of designated persons and entities pursuant to Council Decisions adopted on the basis of Article 29 of the Treaty on European Union and Council Regulations adopted on the basis of Article 215 of the Treaty on the Functioning of the European Union*” (see art. 2 (1)(35) AMLR).

controls and procedures; (d) the verification, when recruiting and assigning staff to certain tasks and functions and when appointing its agents and distributors, that those persons are of good repute, proportionate to the risks associated with the tasks and functions to be performed; (e) the internal communication of the obliged entity's internal policies, controls and procedures, including to its agents and distributors; (f) a policy on the training of employees and, where relevant, its agents and distributors with regard to measures in place in the obliged entity to comply with the AML requirements.

In designing and implementing the appropriate internal governance measures, the banks' management body has to take into account the risk variables and risk factors indicated by the AMLR<sup>43</sup> as well as the results of risk assessments conducted both by the Commission and by Member States.<sup>44</sup> The self-risk-assessment elaborated and prepared by each bank will then be made available to the supervisory authorities, according to what is already provided for in this regard by Article 8 AMLD4.

The AMLR therefore further consolidates the link between "risk assessment" and the implementation of the "internal controls", emphasizing the functional relationship of the first (the self-assessment) phase to the second (organizational) phase. The identification of the inherent money laundering and terrorist financing risks amounts thus to a pre-condition to properly discharge the internal governance obligations, in that the policies, procedures, and internal controls will be shaped by the actual nature and level of ML risks the bank is exposed to. In carrying out their self-assessment, credit institutions are required to take into account the characteristics of their customers, the products, services or transactions offered, the countries or geographic areas concerned, and the distribution channels used (see *recital* 20 AMLR).

In this context, in a logic of graduating burdens according to exposure to the risk of money laundering,

---

<sup>43</sup> Risk factors are but a mere indication and they represent a non-exhaustive list of circumstances to be taken into account.

Without prejudice to this, it is worth noticing that the AMLR expands such list of risk factors, as compared to the list that the AMLD4 provides. The European Parliament has recently proposed to widen the sources and indications to be considered kept in mind much more than today. In particular, reference is made to "*relevant guidelines, recommendations and opinions issued by AMLA*", "*the conclusions drawn from past infringements of AML/CFT rules by the obliged entity in question or any connection of the obliged entity in question with a case of money laundering or terrorist financing*"; "*information from Financial Intelligence Units (FIUs) and law enforcement agencies*"; "*information obtained as part of the initial customer due diligence process and ongoing monitoring*"; "*own knowledge and professional experience*". Even, because of the principle of proportionality, the Parliament suggested inserting a new paragraph 1a in Article 8 that would enable obliged persons to interrogate additional sources and databases or professional organisations (see European Parliament, *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the prevention of the use of the financial system for the purposes of money laundering or terrorist financing*, Rapporteur: Eero Heinäluoma, Damien Carême, Compromise Amendments AML Regulation, 22 March 2023).

<sup>44</sup> In particular, Article 7(2) AMLR identifies in a precise manner the minimum elements of the internal governance structure. Policies, controls and procedures must at least include: "(a) *the development of internal policies, controls and procedures, including risk management practices, customer due diligence, reporting, reliance and recordkeeping, the monitoring and management of compliance with such policies, controls and procedures, as well as policies in relation to the processing of personal data [...]; (b) policies, controls and procedures to identify, scrutinise and manage business relationships or occasional transactions that pose a higher or lower money laundering and terrorist financing risk; (c) an independent audit function to test the internal policies, controls and procedures [...]; (d) the verification, when recruiting and assigning staff to certain tasks and functions and when appointing its agents and distributors, that those persons are of good repute, proportionate to the risks associated with the tasks and functions to be performed; (e) the internal communication of the obliged entity's internal policies, controls and procedures, including to its agents and distributors; ((f) a policy on the training of employees and, where relevant, its agents and distributors with regard to measures in place in the obliged entity to comply with the requirements of this Regulation*".

the principle of proportionality and the risk-based approach <sup>(45)</sup> rise to guiding criteria in the fulfillment of AML obligations<sup>46</sup>.

These are some principles that, in truth, can be said to underpin European anti-money laundering legislation since its inception in 1991, but which only through Directive 2005/60/EC and then, most importantly, Directive 2015/849/EU (the fourth anti-money laundering directive or “AMLD4”) have found full realization and explicit recognition<sup>47</sup>.

The risk-based approach, to be true, shapes and guides the conduct of both regulators and supervisors. Indeed, for one thing, Article 46(1) of the AMLD4 requires Member States to ensure that “*obliged entities take measures proportionate to their risks, nature and size so that their employees are aware of the provisions adopted pursuant to this Directive, including relevant data protection requirements*”, for the other, Art. 48(6) states that “*when applying a risk-based approach to supervision, the competent authorities: (a) have a clear understanding of the risks of money laundering and terrorist financing present in their Member State; (b) have on-site and off-site access to all relevant information on the specific domestic and international risks associated with customers, products and services of the obliged entities; and (c) base the frequency and intensity of on-site and off-site supervision on the risk profile of obliged entities, and on the risks of money laundering and terrorist financing in that Member*”.

Consistently, the aforementioned principles also inform the manner in which the customer due diligence obligation is fulfilled: it is in fact necessary for obliged entities to apply those general criteria in identifying and

---

<sup>45</sup>See L. DALLA PELLEGRINA, D. MASCIANDARO, *The Risk-Based Approach in the New European Anti-Money Laundering Legislation: A Law and Economics View*, in *Review of Law & Economics*, vol. 5, no. 2, 2009, p. 931 ss.; P. COSTANZO, *The risk-based approach to anti-money laundering and counter-terrorist financing in international and EU standards: What it is, what it entails*, in B. Unger e D. van der Linde (eds.), *Research Handbook on Money Laundering*, Edward Elgar, Cheltenham, 2013, p. 349 ss.

See also the ESAs *Joint Guidelines on the characteristics of a risk-based approach to anti-money laundering and terrorist financing supervision, and the steps to be taken when conducting supervision on a risk-sensitive basis* (“The Risk-Based Supervision Guidelines”), as amended on 16 December 2021 by the EBA. Specifically, these Guidelines require Competent Authorities to identify and assess the ML/TF risk to which their sector is exposed, and adjust the focus, intensity and frequency of supervisory actions in line with the risk-based approach. As part of an effective risk-based approach to AML/CFT supervision, Competent Authorities should have suitably qualified staff to carry out risk-based AML/CFT supervision in an informed and consistent manner. Finally, the Guidelines make it clear that the size or systemic importance of a credit or financial institution may not, by itself, be indicative of the extent to which it is exposed to ML/TF risk and that small firms that are not systemically important can nevertheless pose a high ML/TF risk.

<sup>46</sup>For an overview about those overarching principles, see, e.g., D. DEMETIS, D. and ANGELL, *The risk-based approach to AML: representation, paradox, and the 3rd directive*, in *Journal of Money Laundering Control*, Vol. 10 Issue No. 4, 2007, pp. 412-428; L. AI, J. BROOME and H. YAN, *Carrying out a risk-based approach to AML in China: Partial or full implementation?* in *Journal of Money Laundering Control*, 2010, 13(4): 394-404; D.S. DEMETIS, and I.O. ANGELL, *The risk-based approach to AML: Representation, paradox, and the 3rd directive*, in *Journal of Money Laundering Control*, 2007, 10(4): 412-428; D. MASCIANDARO, *Money laundering: The economics of regulation*, in *European Journal of Law and Economics*, 1999, 7(3): 225-240; L. de KOKER, *Identifying and managing low money laundering risk*, in *Journal of Financial Crime*, 2009, 16(4): 334-352; FATF *Guidance on the Risk-Based Approach to Combating Money Laundering and Terrorist Financing: High Level Principles and Procedures*. Paris: Financial Action Task Force, 2007; FATF, *Risk-Based Approach for the Banking Sector*, Paris: Financial Action Task Force, 2014.

<sup>47</sup> See H. KOSTER, *Towards better implementation of the European Union’s anti-money laundering and countering the financing of terrorism framework*, in *Journal of Money Laundering Control*, Vol. 23 No. 2, 2020, pp. 379-386. <https://doi.org/10.1108/JMLC-09-2019-0073>; A. MINTO, *Banks’ internal governance obligations vis-à-vis money laundering risks emerging from the new technology-enabled means to transfer funds or value (“crypto assets”)*, in *Journal of Money Laundering Control*, Vol. 27 No. 7, 2024, pp. 43-59. <https://doi.org/10.1108/JMLC-04-2024-0068>.



assessing the risks of money laundering and terrorist financing associated with customers: against such yardstick, they have to adjust the way due diligence is to be carried out. Based on the principle of the risk-based approach, therefore, the intensity and extent of the due diligence requirements are modulated according to the degree of money laundering and terrorist financing risk associated with the individual customer.

In light of the close link between the organizational obligations and the ML risk management, any entity should take into account how the tech-development could - thanks to new emerging technologies – support the fulfilment of the increasingly demanding AML obligations<sup>48</sup>.

In such a way, the need to properly and effectively manage such ML risk will translate into organizational obligations that in turn result in the selection of the “right tools for the job”. The focus is centered around *whether and how* technology advanced measures could amount to the choice that obliged entities are expected to make.

Without prejudice to the above, the integration of such new technology-enabled tools requires abiding by certain regulatory precautions regarding (i) the technology as such (e.g. the measures introduced by the AI ACT); (ii) the way data are collected, managed and processed (see art. 76(5) AMLR, and GDPR).

Indeed, despite from a governance perspective, AI could be considered to be the adequate step to take, its integration has to take into account the consequences in terms of “good data” governance as enshrined in art 76(5) AMLR. Thus, if AI adoption could be considered normatively implicitly mandated for obliged entities, yet remains constrained by data protection law and explainability obligations.

## **10. CONCLUDING REMARKS: RE-SHAPING THE TECHNO-LEGAL COMPLIANCE: WHEN AI COULD AMOUNT TO A MANDATORY “MEANS TO AN END”**

Recent advances in technological capabilities and the evolution of market practices have contributed to a marked increase in the complexity of the financial ecosystem. This development has drawn attention to the limitations of existing AML instruments and tools and, in particular, to their capacity to achieve the regulatory objectives with which they are tasked. For regulated entities to satisfy contemporary supervisory expectations, regulatory compliance must increasingly rely on operationally viable and technology-supported means.

At the same time, the proliferation of legal sources and regulatory requirements, often pursuing different and occasionally competing objectives, has generated difficulties in interpretation and coordination. In a data-driven economic environment, financial institutions are subject to a dense layering of obligations arising from multiple regulatory regimes, including, for the purposes of the present analysis, the AMLR and the General Data Protection Regulation (GDPR). Within this context, record-keeping obligations illustrate the challenges most clearly. Such obligations have become particularly onerous amid persistent uncertainties regarding the lawful processing and retention of data, especially for institutions engaged in cross-border activities.

The analysis therefore commenced by outlining the principal challenges posed by recent market and

---

<sup>48</sup> G. PAVLIDIS, *Deploying artificial intelligence for anti-money laundering and asset recovery: the dawn of a new era*, in *Journal of Money Laundering Control*, 18 December 2023, 26 (7): 155–166.



technological developments, and by examining the shortcomings of the existing AML framework. It subsequently considered the regulatory responses adopted over the past decade by policymakers and standard-setting bodies. Particular attention was devoted to the European Union, where technological innovation has operated as a catalyst for regulatory adjustment. This dynamic is evidenced most notably in the ongoing AML reform package and in the adoption of the Artificial Intelligence Act.

These two legislative initiatives have evolved with the aim of reconciling regulatory expectations with the technological capacities available to market participants. Their interaction is capable of enabling obligated entities to discharge AML duties more effectively. A central element of the AML reform is the strengthening of internal AML governance, understood as the ensemble of procedures, functions, and organizational resources deployed to identify and manage money-laundering risks inherent to the institution's activities. For such governance to be considered adequate, it must incorporate technological tools commensurate with current operational realities. Consequently, nowadays, the integration of AI-based solutions in the operational business model becomes inevitable, in particular with regard to customer due diligence and transaction monitoring.

**LA CONSULENZA FINANZIARIA  
PRESTATA TRAMITE GLI *INFLUENCERS*:  
SPUNTI PER UN INQUADRAMENTO  
DELLA FATTISPECIE**

**Davide De Filippis**

## La consulenza finanziaria prestata tramite gli influencers: spunti per un inquadramento della fattispecie (\*) (\*\*) (\*\*\*)

### *(Financial advise provided trough influencers: insights for a framework)*

Davide De Filippis

Professore a contratto presso l'Università LUM – G. Degennaro

#### **ABSTRACT [En]:**

The paper offers insights for framing the phenomenon – particularly widespread on social networks – of financial advisory services provided by influencers. Problematic is, first, the qualification of the service as financial advice, and from such classification appear to arise further issues relating, inter alia, to the relationship with those who commission the dissemination of financial advice and to the (potential) liability of the platform on which such advice circulate.

Generally, the presence of the finfluencer in the financial market seems to require a rethinking of how information circulating in the market, especially from the perspective of offering the investor/follower protection that remains yet to be investigated, starting from the content that must characterize their financial education.

**Keywords:** influencers; financial market; information; fininfluencers.

#### **ABSTRACT [It]:**

Il contributo offre spunti per inquadrare il fenomeno – particolarmente diffuso sui social networks – della consulenza finanziaria prestata dagli influencers. Problematica è, prima di tutto, la riconducibilità del servizio alla consulenza finanziaria e da tale inquadramento paiono discendere gli ulteriori problemi relativi, tra l'altro, al rapporto con chi commissiona la divulgazione del consiglio finanziario e alla (eventuale) responsabilità della piattaforma sulla quale viene diffuso quel consiglio.

In generale, la presenza del *finfluencer* sul mercato finanziario sembra imporre un ripensamento del modo d'intendere l'informazione che circola sul mercato medesimo, specialmente nella prospettiva di offrire all'investitore/*follower* una tutela che, allo stato, risulta tutta ancora da indagare, a partire dai contenuti che devono caratterizzare la sua educazione finanziaria.

**Parole chiave:** *influencers*; mercato finanziario; informazione; *fininfluencers*.

**SOMMARIO:** 1. Fenomenologia. – 2. L’interesse dell’Autorità di vigilanza (e non solo) al fenomeno. – 3. Il soggetto rilevante: il *finfluencer* (e le sue condotte potenzialmente “pericolose”). – 4. L’attività del *finfluencer* e la sua (problematica) riconducibilità alla consulenza finanziaria. – 5. Il rapporto con chi commissiona la divulgazione del consiglio finanziario. – 6. Informazione e tutela dell’investitore/*follower*. – 7. Le (possibili) responsabilità della piattaforma *social*. – 8. Il carattere pubblicitario del consiglio diffuso dal *finfluencer*. – 9. Il ruolo “maieutico” dell’educazione finanziaria. – 10. Una proposta circa il (nuovo) modo d’intendere l’informazione al cospetto degli *influencers* finanziari.

## 1. FENOMENOLOGIA.

Dare consigli sulla modalità di utilizzo del proprio denaro non è mai semplice, anche perché chi riceve il consiglio penserà che quel consiglio è meditato e che sia la scelta giusta da fare, tanto più che la consulenza consente a chi se ne avvale di risparmiare tempo nel prendere questo tipo di decisioni. Ma, dall’altra parte, l’investitore è incline a procurarsi, istintivamente, un consiglio gratis e, ancor peggio, imitando, pedissequamente, nel prendere decisioni d’investimento, una persona a sé vicina<sup>1</sup>.

Un siffatto stato di cose diventa ancor più rilevante se si considera una tendenza in atto nell’ambito dei *social networks*: la diffusione di messaggi/raccomandazioni sulla piattaforma *social*, da parte di utenti della stessa piattaforma (i c.d. *influencers*)<sup>2</sup>, che pubblicizzano prodotti o servizi finanziari rivolti a un pubblico potenzialmente

---

(\*) Il contributo è stato approvato dai revisori.

(\*\*) Il testo – ampliato, riveduto e con l’aggiunta delle note – riproduce i contenuti della Relazione tenuta nell’ambito della Tavola rotonda “*Sistemi resilienti, diritti e coesione economico-sociale*”, Università degli Studi di Bari “Aldo Moro”, Dipartimento di Scienze Politiche, 4 luglio 2025.

(\*\*\*) Il presente contributo è destinato al *Liber amicorum* Antonella Antonucci.

<sup>1</sup> Così D. MAFFEIS, *I contratti del mercato finanziario*, in *Tratt. Ccn Messineo*, Milano, 2024, 157 ss.

<sup>2</sup> È da tenere presente che una definizione di *influencer* è contemplata dalle *Linee-guida volte a garantire il rispetto delle disposizioni del Testo unico da parte degli influencer e istituzione di un apposito tavolo tecnico* (All. A – delib. AGCOM n. 7/24/CONS). In particolare, “per *influencer* si intendono quei soggetti che svolgono un’attività analoga o comunque assimilabile a quella dei fornitori di servizi di media audiovisivi sotto la giurisdizione nazionale, laddove risultino possedere cumulativamente i seguenti requisiti: - il servizio offerto costituisce attività economica ai sensi degli articoli 56 e 57 del TFUE; - lo scopo principale del servizio offerto è la fornitura di contenuti, creati o selezionati dall’*influencer*, che informano, intrattengono o istruiscono e che sono suscettibili di generare reddito direttamente in esecuzioni di accordi commerciali con produttori di beni e servizi o indirettamente in applicazione degli accordi di monetizzazione applicati dalla piattaforma o dal social media utilizzato; - l’*influencer* ha la responsabilità editoriale sui contenuti, la quale include il controllo effettivo sulla creazione, sulla selezione o sulla organizzazione dei contenuti medesimi; - il servizio è accessibile al grande pubblico, raggiunge un numero significativo di utenti sul territorio italiano, ha un impatto rilevante su una porzione significativa di pubblico e i contenuti sono diffusi tramite un servizio di piattaforma di condivisione di video o di social media; - il servizio consente la fruizione

esteso (i c.d. *followers*) e, prevalentemente, a digiuno di conoscenze relative al prodotto che viene pubblicizzato o, più in generale, ai mercati finanziari<sup>3</sup>.

Tale figura è stata definita, con un neologismo sincratico, come *finfluencer*: quest'ultimo riesce, facendo leva sulla fiducia di cui gode<sup>4</sup>, ad avere un notevole impatto sulle decisioni di investimento dei *followers*; decisioni che, sovente, sono prese con una discreta dose di emotività o di spirito emulativo<sup>5</sup>. Senza contare, in quest'ultima prospettiva, che – anche al di là dell'ambito finanziario – l'*influencer* potrebbe essere in grado di creare nei confronti del *follower* una situazione di dipendenza in termini analoghi a quello che accade per i videogiochi<sup>6</sup>.

Non a caso, il fenomeno in discorso si fa rientrare in quello più ampio della c.d. *gamification* degli investimenti finanziari<sup>7</sup>: si tratta di utilizzare meccanismi, per l'appunto, tipici del gioco e, in particolare, del videogioco per rendere gli utenti o i potenziali clienti partecipi delle attività del sito e dei servizi offerti, con l'ingresso nei mercati finanziari, specialmente, di giovani investitori *retail*, spesso *millennials*, caratterizzati da un livello basso di *financial literacy*<sup>8</sup>.

Nello specifico, tra le tecniche di *gamification*, è d'interesse – ai nostri fini – quella che fa leva, per l'appunto, sul legame tra l'attività d'investimento finanziario e la diffusione, tramite *social media*, di consigli d'investimento. Proprio l'impiego di tecniche ludiche e la (tendenziale) gratuità delle *apps* utilizzate potrebbe indurre l'investitore (giovane e meno giovane) a compiere scelte non informate<sup>9</sup> o poco adatte al proprio profilo di rischio.

In questo contesto, per l'*influencer* che propina consigli finanziari (quando non addirittura consulenze: v. *infra*), oltre a valere le prescrizioni che, in punto di disciplina, si applicano alla stessa figura impegnata in altri settori (per esempio, moda o viaggi), si pone una complicazione ulteriore che riguarda, prima di tutto, l'oggetto dell'attività di disseminazione, ovvero i prodotti o servizi finanziari e, per essi, la necessaria tutela che, per legge, deve essere assicurata all'investitore, a partire dal momento informativo.

---

dei contenuti su richiesta dell'utente; - il servizio è caratterizzato da un legame stabile ed effettivo con l'economia italiana; - i contenuti sono offerti tramite l'utilizzo della lingua italiana o sono esplicitamente rivolti agli utenti sul territorio italiano".

<sup>3</sup> Un'introduzione al tema è contenuta in N.M.F. FARAONE, *Quando le piattaforme (anche social) incontrano la divulgazione finanziaria: appunti sparsi su "Fintok", LA e funzioni di vigilanza*, in *Riv. dir. bancario*, suppl. fasc. 4, 2023, 163 ss.

<sup>4</sup> Al riguardo, è stato, condivisibilmente, evidenziato come "i social possono pensarsi come un sistema democratico, in una frainpresa accezione nella quale rileva l'uguaglianza (apparente) fra gli utenti. In questo spazio intermedio, si erge, democraticamente, l'influencer, un utente fra gli utenti, acclamato dal suo seguito. Per riuscire, l'influencer deve essere credibile, ed a tal fine essere – nel senso dell'essere percepito – autentico": così E. LA MARCA, *L'influencer in forma di impresa*, in *AIDA – Annali*, XXXIII, Milano, 2024, 349 – 350.

<sup>5</sup> Con il richiamo all'imitazione di quello che fa il *finfluencer* non s'intende far riferimento al c.d. *copy trading*, ovvero alla movimentazione degli investimenti di un cliente replicando l'operatività di un altro *trader*: per una casistica v. ESMA, *Supervisory Briefing on supervisory expectations in relations to firms offering copy trading*, 2023, 5 ss.

<sup>6</sup> In questo senso, ancora, E. LA MARCA, *op. cit.*, 350, il quale aggiunge che si tratterebbe di un'influenza "più forte, in ragione dell'intimità personale, rispetto a quella che lega la comunità degli utenti ai marchi reclamizzati".

<sup>7</sup> In argomento v. un recentissimo Quaderno giuridico della Consob: C. BRESCIA MORRA, D. COLONNELLO, M. GARGANTINI, G. SANDRELLI, G. TROVATORE, *La gamification degli investimenti finanziari*, 32, 2025.

<sup>8</sup> Evidenza, in dottrina, siffatte peculiarità P. LUCANTONI, *Mercato dei capitali, pandemia e informazione al mercato: il dibattito sull'evoluzione della disciplina degli abusi di mercato*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, 576 – 577.

<sup>9</sup> Profilo di rischio segnalato, tra gli altri, da D. COLONNELLO, M. GARGANTINI, G. TROVATORE, *Il fenomeno della gamification e le sue implicazioni nel settore finanziario*, in C. BRESCIA MORRA, D. COLONNELLO, M. GARGANTINI, G. SANDRELLI, G. TROVATORE, *La gamification degli investimenti finanziari*, cit., 13.

## 2. L'INTERESSE DELL'AUTORITÀ DI VIGILANZA (E NON SOLO) AL FENOMENO.

Pur trattandosi di una figura (e, prima ancora, di un fenomeno) di (relativamente) recente emersione, diversi sono gli organismi di tipo sopranazionale che se ne sono interessati, producendo finanche documenti nei quali vengono evidenziati i rischi rispetto all'attività "consulenziale" prestata da tale figura.

Tra i più recenti, nel prosieguo, si farà riferimento al Rapporto finale di IOSCO<sup>10</sup> del maggio 2025<sup>11</sup>, che è stato preceduto dallo studio dell'Istituto degli analisti finanziari abilitati<sup>12</sup> dedicato proprio all'appello dei *finfluencers* del gennaio 2024<sup>13</sup>. Peraltro, sulla scorta, specialmente, del primo dei documenti citati, anche la Consob – a giugno 2025 – ha pubblicato un richiamo di attenzione sui rischi potenziali connessi all'attività degli *influencers* finanziari<sup>14</sup>.

In quest'ultimo documento, nel ribadire la propria attività "di vigilanza sul rispetto della normativa vigente, anche in ambiente digitale, per garantire la tutela dei risparmiatori e l'integrità dei mercati", l'Autorità ha sottolineato, in estrema sintesi, l'importanza della diffusione di informazioni corrette da parte degli *influencers*, dovendosi, anche nel nostro ambito, rispettare la disciplina relativa alla manipolazione del mercato (su cui *infra*). Il punto è che, anche a voler seguire le sollecitazioni provenienti da una siffatta Autorità di vigilanza, il profilo informativo così come concepito nell'elaborazione "tradizionale" – inteso, sommariamente, come somministrazione all'investitore di informazioni complesse e il più possibile dettagliate<sup>15</sup> – necessiterebbe (anticipando quello che s'intende sostenere nella sede conclusiva) di una rimeditazione. Ciò anche in ragione della natura (digitale) dell'ambiente dove le informazioni circolano e delle caratteristiche dei soggetti che vengono attinti dal flusso informativo.

In più, l'interessamento mostrato dall'Autorità di vigilanza nazionale, dagli altri organismi prima menzionati e dall'ESMA (v. più avanti) porterebbe a pensare che la diffusione del fenomeno<sup>16</sup> potrebbe comportare, se non adeguatamente regolata, una compromissione dell'equilibrio (*rectius*, stabilità) del sistema finanziario<sup>17</sup>.

---

<sup>10</sup> Con tale acronimo s'intende riferirsi alla *International Organization of Securities Commissions*.

<sup>11</sup> Trattasi del *final report* su, per l'appunto, i *Finfluencers* ed è reperibile sul sito istituzionale di IOSCO.

<sup>12</sup> Il riferimento è al CFA (*Chartered Financial Analyst*) Institute.

<sup>13</sup> Il rapporto è intitolato *The Influencer Appeal: Investing in the Age of Social Media* ed è reperibile sul sito istituzionale dell'organizzazione.

<sup>14</sup> Il Richiamo di attenzione è il n. 2 del 6 giugno 2025 ed è reperibile sul sito della Consob.

<sup>15</sup> Sul rilievo sempre più marcato che, nei mercati finanziari, i dati assumono nella confezione delle prestazioni caratterizzanti v. A. ANTONUCCI, *Il mercato dei dati: dall'ecosistema separato alla regola trasversale*, in  *Mercati regolati e nuove filiere di valore*, a cura di R. Lener, G. Luchena, C. Robustella, Torino, 2021, 95 ss.

<sup>16</sup> Sulla diffusione del fenomeno in ambito nazionale e sovranazionale, è possibile considerare i seguenti dati. Secondo quanto riportato nel Rapporto finale di IOSCO "according to a study by the Financial Industry Regulatory Authority (FINRA) Foundation and the CFA Institute (2023), 37% of US Gen Z retail investors say social media influencers were a major factor in their decision to invest" (così a pag. 12); per altro verso, per quanto riguarda l'Italia, il 3% dei clienti si affiderebbe ai *social media* per la consulenza finanziaria: così il Rapporto strategico "La consulenza finanziaria, motore per la valorizzazione del risparmio e la crescita economica dell'Italia" di Assoreti e The European House Ambrosetti di maggio 2025 (reperibile sul sito di Assoreti).

<sup>17</sup> Ove per stabilità finanziaria potrebbe intendersi «uno stato in cui le istituzioni e i mercati che compongono il sistema finanziario sono in grado di continuare a fornire la gestione del rischio e, al contempo, l'intermediazione del capitale

In ragione del fatto che sfrutta la rete (anzi, quella “particolare” rete costituita dai *social network*), questa nuova modalità di espressione di raccomandazioni o, più semplicemente, di consigli a contenuto finanziario amplifica la risonanza che il messaggio in materia finanziaria proposto dall'*influencer* è destinato ad avere, con la conseguenza – non remota (se il fenomeno si diffonde a tutti i milioni di utenti del *social*) – di compromettere la stabilità del sistema finanziario<sup>18</sup>. Sicché una vigilanza efficace in grado di monitorare la stabilità e identificare i (possibili) rischi dovrebbe assicurare che l'attività in questione non comprometta la stabilità del sistema<sup>19</sup>. Obiettivo che potrebbe essere realizzato anche grazie al contributo di ulteriori Autorità che esercitano la loro vigilanza su uno specifico carattere del consiglio diffuso dal *finfluencer*.

Ma, prima di allargare la prospettiva anche al ruolo di tali Autorità, è fondamentale soffermarci sulle caratteristiche “tipologiche” del *finfluencer*, distinguendo, secondo un approccio tradizionale, tra il profilo, dapprima, del soggetto e, dipoi, dell'attività.

### 3. IL SOGGETTO RILEVANTE: IL *FINFLUENCER* (E LE SUE CONDOTTE POTENZIALMENTE “PERICOLOSE”).

Nel citato Rapporto finale di IOSCO si evidenzia come, in astratto, i *finfluencers* potrebbero rientrare in diverse categorie, quali: (a) i professionisti della consulenza autorizzati a prestare una siffatta attività, (b) i soggetti che, sia pure non autorizzati, lavorano per una società finanziaria e, infine, (c) i soggetti non autorizzati che non lavorano per società finanziarie<sup>20</sup>. A questo si aggiunga che la prassi starebbe rivelando l'esistenza di soggetti che rivestono finanche ruoli istituzionali e che diffondono messaggi in grado di orientare le scelte di investimento

---

e i servizi di pagamento su cui si basa l'economia»: così, sia pure con riferimento alla regolazione del FinTech, V. BEVIVINO, Too small to care: *troppo piccole per curarsene? L'individuazione del rischio sistemico generato dalla Fintech*, in *Banca Impresa Società*, 2023, 183 ss.

<sup>18</sup> A proposito di resilienza del sistema (finanziario) e capacità del sistema di resistere ai (possibili) rischi, potrebbe, su tutte, venire in considerazione la disciplina di tipo eurounitario recata dal regolamento DORA (reg. (UE) 2022/2554). Quest'ultimo, com'è noto, si occupa di stabilire obblighi uniformi in relazione alla sicurezza dei sistemi informatici e di rete che sostengono i processi commerciali delle entità finanziarie (obblighi quali, tra gli altri, quelli di gestione dei rischi delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione oppure *test* di resilienza operativa digitale oppure, ancora, condivisione di dati e di informazioni in relazione alle vulnerabilità e alle minacce informatiche). *Prima facie*, potrebbe sostenersi la collocazione della nostra fattispecie al di fuori dell'ambito applicativo del regolamento in questione atteso che, stando a quanto previsto dall'art. 2, esso si applica alle entità finanziarie, le quali coincidono, secondo il disposto del par. 1, con le seguenti: enti creditizi, depositari centrali di titoli, sedi di negoziazione.

<sup>19</sup> In tal senso, v., tra i contributi (stranieri) sull'argomento, N. AGGARWAL, D.B.V. KAYE, C. ODINET, #*Fintok and Financial Regulation*, in *Arizona State Law Journal*, 2023, 1036 ss.

<sup>20</sup> Per verso, secondo un'altra distinzione proposta da A. KAKHBOD, S. KAZEMPOUR, D. LIVDAN, N. SCHÜRHOFF, *Finfluencers*, in *Swiss Finance Institute*, Research Paper Series n. 23-30, 2025, 8, i *finfluencers* potrebbero ulteriormente suddividersi in: (a) *skilled finfluencers*; (b) *unskilled finfluencers*; (c) *antiskilled finfluencers*: con riguardo a questi ultimi si sostiene che “there are several reasons why the tweets by antiskilled finfluencers may generate negative alpha. These reasons include their own biased beliefs, incentives to create engagement and attention, overconfidence, tendency to chase returns, potential conflicts of interest and incentives that do not align with investment performance, and their ability to influence the behavior of retail traders to their own advantage”. Per un'analisi statistica delle caratteristiche (intonazione, gestualità, collaborazioni con personaggi secondari, immagini presentate) degli *influencers* finanziari v., nella letteratura straniera, E.N. HASANAH, D.P. KOESRINDARTOTO, S.K. WIRYONO, A.E. ANGELICA, *Who deserves to be the finfluencer?*, in *Journal of Open Innovation*, 2025.

finanziario del proprio elettorato (e non solo) e rispetto ai quali si dovrebbero valutare, oltre, in generale, all'inquadramento dell'attività svolta (su cui *infra*), possibili adattamenti riguardo alla disciplina applicabile<sup>21</sup>.

Inoltre, potrebbe accadere che l'impresa interessata alla diffusione dei propri prodotti o servizi finanziari utilizzi una (inconsapevole) celebrità per influenzare il pubblico. Ciò che, peraltro, potrebbe essere favorito dall'uso (distorto) dell'intelligenza artificiale generativa la quale è, com'è noto, in grado di modificare l'immagine di un volto noto per pubblicizzare un determinato prodotto o servizio finanziario<sup>22</sup>.

Né è meno d'interesse considerare, a proposito di intelligenza artificiale, l'esistenza della figura dell'*influencer* virtuale, cioè un "soggetto" non esistente in natura ma oggetto di creazione grazie alla convergenza di diverse tecnologie, quali l'intelligenza artificiale, la *computer grafica*, la realtà aumentata, il *motion capture* e il *machine learning*<sup>23</sup>. E, in astratto, non potrebbe escludersi l'impiego di questa variante di *influencer* anche per la diffusione di consigli relativi a prodotti o servizi finanziari.

Se, nella prima delle ipotesi considerate, l'assenza del consenso della persona la cui immagine viene diffusa produrrebbe, prima di tutto, un uso illecito dell'immagine altrui, in tutte e due quelle appena enucleate dovrebbe, altresì, valutarsi l'incidenza del problema – che, ancora, vede occupata la dottrina<sup>24</sup> – afferente alla responsabilità dei sistemi di intelligenza artificiale.

Per quel che maggiormente rileva in questa sede, è possibile convenire che l'ipotesi relativa al soggetto non autorizzato e che non opera, sul mercato, per una società finanziaria parrebbe quella più frequente<sup>25</sup> e, al contempo, la più problematica atteso che, in assenza di autorizzazione, il soggetto in questione è destinato a operare senza dover rispettare – almeno in astratto – le regole di condotta e, prima ancora, i requisiti cui i consulenti autorizzati, invece, soggiacciono.

Tutto ciò dipende, con evidenza, dalla qualificazione dell'attività svolta in termini di consulenza finanziaria: interrogativo sul quale si avrà modo di concentrarsi tra breve.

---

<sup>21</sup> L'esempio più eclatante, da questo punto di vista, parrebbe quello dell'attuale Presidente degli Stati Uniti d'America, il quale possiede un *social network* (Truth) che si è aperto, di recente, al FinTech (con il marchio Truth.Fi.); al contempo, si deve considerare anche la creazione di una criptovaluta da parte di società riconducibili allo stesso Presidente (\$TRUMP).

<sup>22</sup> Cfr. Rapporto finale IOSCO, 20 – 21.

<sup>23</sup> Fa cenno a questo fenomeno I. DEMURO, *Trasparenza e correttezza dell'"influencer marketing"*, in *AGE*, 2025, 12 – 13, il quale prosegue sottolineando come "questa capacità e potenzialità comunicativa è di particolare interesse per coloro che intendono pubblicizzare i propri marchi e prodotti che in pochissimo tempo possono raggiungere i (in alcuni casi milioni) *follower* iscritti nei profili *social* (...) dell'*influencer*".

<sup>24</sup> Sul problema, limitandosi alla bibliografia domestica, è possibile rinviare, tra gli altri, a: A. ALTIERI, *L'Artificial Intelligence come organizzazione. Profili giuridici*, Torino, 2024, spec. 203 ss. ove si lascia intravedere una forma di responsabilità da organizzazione, in attesa di una riflessione, da parte dell'A., più puntuale sull'argomento; A. BERTOLINI, *Intelligenza artificiale e Responsabilità civile. Problema, sistema, funzioni*, Bologna, 2024; I. CARNAT, *Intelligenza artificiale e responsabilità civile*, in *Enc. dir., I tematici*, VII, Milano, 2024, 655 ss.; T. DE MARI CASARETO DAL VERME, *Intelligenza artificiale e responsabilità civile. Uno studio sui criteri di imputazione*, Trento, 2024; F. PACILEO, *Intelligenza Artificiale nell'impresa. Tra organizzazione e spersonalizzazione*, Milano, 2025, e, da ultimo, A. AMIDEI, *La responsabilità del produttore tra novella e sistema. Contributo allo studio dei criteri di imputazione*, Napoli, 2025. Con riguardo all'applicazione dell'intelligenza artificiale ai mercati finanziari cfr., anche, C. SANDEI, *Intelligenza artificiale e diritto dei mercati finanziari: responsabilità e informazione. Riflessioni a margine di alcuni recenti provvedimenti*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, a cura di L. Ammannati, A. Canepa, Torino, 2023, 117 ss.

<sup>25</sup> Nella Rapporto finale IOSCO, si sottolinea come i *finfluencers* siano inclini a fornire consulenza senza essere debitamente autorizzati: v. pag. 16.



Anche a questo scopo, è interessante notare come il Rapporto finale di IOSCO individui diverse condotte potenzialmente lesive (per l'investitore) che potrebbero essere attuate dall'*influencer* finanziario.

Tra queste, spiccano: (i) le condotte consistenti nella promozione e commercializzazione di prodotti e servizi di investimento fraudolenti, come corsi di formazione, abbonamenti a *newsletter*, accesso a pagamento a *forum* online per consulenza di qualità molto scadente, se non addirittura inesistenti<sup>26</sup>; (ii) la promozione di prodotti finanziari potenzialmente più rischiosi o più complessi (v., per esempio, criptovalute), con messaggi convincenti e promesse di convenienza e rendimenti rapidi ed elevati, senza considerare se tali prodotti possano adattarsi o meno alla propensione al rischio dell'investitore/*follower*<sup>27</sup>; (iii) l'assenza di trasparenza in merito al rapporto tra il *finfluencer* e l'intermediario che, poi, remunera il primo sulla base del numero di investitori/*followers* che accedono al sito sponsorizzato, facendo emergere una situazione di conflitto di interessi non dichiarato da parte dell'*influencer*<sup>28</sup>.

Ferma la natura esemplificativa dell'elencazione proposta, le condotte citate forniscono comunque l'idea dei rischi insiti nell'attività svolta dal soggetto che stiamo considerando e, con essa, degli ambiti – tipicamente legati ai mercati finanziari – sui quali è destinata a incidere, vale a dire, primo fra tutti, quello dei flussi informativi che devono circolare nella (nota) duplice direzione (su cui, con qualche precisazione, anche *infra*)<sup>29</sup>: (a) la prima che va dall'investitore all'*influencer* (e relativa, partitamente, alla costruzione del “profilo” del primo) e (b) la seconda (opposta) che va dall'*influencer* all'investitore destinata principalmente, a garantire la *disclosure* delle situazioni (anche potenziali) di conflitti d'interesse.

#### **4. L'ATTIVITÀ DEL *FINFLUENCER* E LA SUA (PROBLEMATIC) RICONDUCIBILITÀ ALLA CONSULENZA FINANZIARIA.**

Come si anticipava, uno degli interrogativi di fondo verte, dunque, sulla qualificazione dell'attività prestata dal *finfluencer*, vale a dire se essa possa integrare la prestazione del servizio di consulenza finanziaria.

La risposta al quesito potrebbe risultare quasi immediata. Difatti, l'ESMA, nel documento dedicato a *Supervisory briefing on understanding the definition of advice under MIFIDII* del 2023, ha affrontato il caso (pratico) di un *finfluencer* che, sul proprio canale *social*, organizza un evento di *Q&A* in cui i propri *followers* rivolgono domande in materia di investimenti<sup>30</sup>. In tal caso, si sostiene che la prestazione di una consulenza è ipotizzabile quando il *finfluencer* fornisce raccomandazioni personalizzate, presentate come adeguate e indirizzate, specificamente, al *follower* nella sua qualità di investitore.

Diversamente, se la raccomandazione è generale (o, sarebbe meglio dire, rivolta *in incertam personam*), in base

---

<sup>26</sup> Cfr. Rapporto finale IOSCO, 17.

<sup>27</sup> Cfr. Rapporto finale IOSCO, 18.

<sup>28</sup> Cfr. Rapporto finale IOSCO, 20.

<sup>29</sup> Molto in generale, si ponga mente a quanto previsto dal criterio da osservare nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento dettato dall'art. 21, co. 1, lett. b), TUF.

<sup>30</sup> Cfr. il caso pratico n. 3 (v. pagg. 36 – 37).

a quanto affermato sempre dall'ESMA, la raccomandazione medesima non può qualificarsi alla stregua di una consulenza in materia di investimenti.

Muovendo dal documento dell'ESMA, si è concluso che la maggior parte delle condotte dei *finfluencers* non comporterebbero la violazione della riserva di attività, connotandosi la prestazione dell'attività consulenziale in favore di un pubblico indistinto<sup>31</sup>. In tale eventualità, si ravvisa comunque un rischio che risiederebbe, partitamente, nella diffusione di consigli e informazioni senza controllo (perché provenienti da soggetti sovente non specializzati).

Una siffatta conclusione potrebbe reputarsi tendenzialmente condivisibile in considerazione del fatto che, stando alla definizione normativa (art. 1, co. 5-*septies*, TUF), la consulenza in materia di investimenti si caratterizza, per l'appunto, per la prestazione di *raccomandazioni personalizzate* al cliente e costituisce, com'è noto, un'attività riservata<sup>32</sup>. Insieme alla personalizzazione, è da considerare altresì l'elemento della *determinatezza* della consulenza nel senso che essa deve riguardare una o più operazioni relative a strumenti finanziari specifici<sup>33</sup>.

Così, se si qualifica la piattaforma *social* alla stregua di una *sede* (diversa dalla sede legale o una dipendenza "fisica") sulla quale poter esercitare la consulenza<sup>34</sup>, il *finfluencer* che presti un'attività con tutte le predette caratteristiche dovrebbe soggiacere alla riserva di attività<sup>35</sup>.

A ogni modo, il ragionamento che si sta provando a sviluppare deve altresì tenere conto dell'applicabilità di ulteriori paradigmi normativi cui sembrerebbe possibile assoggettare l'attività del *finfluencer*.

---

<sup>31</sup> In questi termini v. G. PANETTA, *I finfluencer tra raccomandazioni e consulenza in materia di investimenti*, in *Financial Insight Assoreti*, 6 marzo 2025, 3. Dello stesso segno sembra essere anche l'opinione di C. PICCIAU, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian, C. Sandei, II ed., Cedam, 2024, 429. Conclusione che dovrebbe essere aggiornata nell'eventualità in cui fosse recepita la proposta contenuta nel Rapporto strategico di Assoreti e The European House Ambrosetti, prima citato, di modificare la definizione normativa di consulenza finanziaria, includendovi "le raccomandazioni che, pur non essendo rivolte ad un singolo individuo, possano tuttavia essere percepite come adatte da interi gruppi di risparmiatori aventi caratteristiche simili" (con estensione del divieto della denominazione di consulente finanziario ai soggetti non autorizzati): v. pag. 49.

<sup>32</sup> Per le persone fisiche dovrebbe valere la previsione di cui all'art. 18-*bis* TUF dedicata ai consulenti finanziari autonomi, ovvero "le persone fisiche, in possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità, indipendenza e patrimoniali (...) iscritte in una sezione apposita dell'albo dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede". In argomento, v., tra gli altri, A.M. PANCALLO, *La consulenza finanziaria nell'era del Fintech*, Bari, 2020, 62 – 63 e, per l'identificabilità di un'unitaria fattispecie "consulenza" in ambito finanziario, A. ANTONUCCI, *La consulenza finanziaria: identità e differenze dei c.dd. "microsettori"*, in *La consulenza nella distribuzione e nell'intermediazione assicurativa*, a cura di G. Romagnoli, Napoli, 2021, 19 ss.

<sup>33</sup> Per la diversità di vedute in ordine ai requisiti della personalizzazione della raccomandazione e della determinatezza dell'oggetto della consulenza v., di recente, R. GHETTI, *La consulenza finanziaria tra promozione dell'impresa e protezione del risparmio*, Milano, 2022, 134 ss.

<sup>34</sup> È stato infatti notato, in tema di offerta fuori sede e contratti conclusi a distanza, come "considerando lo sviluppo e l'utilizzo della tecnologia da parte degli investitori, risulta condivisibile l'osservazione secondo cui 'le esigenze di protezione poste tradizionalmente a fondamento sia dell'offerta fuori sede che di quella a distanza, motivate dai rischi iscritti nel c.d. 'effetto sorpresa', qui diventano quasi evanescenti'": così M. ARRIGONI, *La disciplina dell'offerta fuori sede nei mercati finanziari moderni*, in *Contr.*, 2023, 137 (virgolettato dell'A.).

<sup>35</sup> In un documento dell'Associazione tedesca per le relazioni con gli investitori del 2024 dedicato a "Finfluencer Relations Anforderungen an Kooperationen zwischen Finfluencern und börsennotierten Unternehmen", si osserva, in particolare, che "Werbung für einzelne Anlagen, wie Aktien, kommt seltener vor, wenn dann jedoch eher in Form von Empfehlungen für bestimmte Finanzprodukte oder Dienstleistungen. Diese Empfehlungen stammen dann nicht von der betreffenden Aktiengesellschaft und werden nicht gegen Bezahlung erstellt (...). Ein solcher Ansatz wäre regulatorisch problematisch und wird von der deutschen Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kritisch betrachtet (BaFin, 2022)" (così a pag. 17).

Da parte di altri, si è difatti ragionato sul ruolo che, a proposito delle raccomandazioni in materia di investimenti, potrebbe assumere il regolamento MAR<sup>36</sup>. Quest'ultimo si occupa di definire le raccomandazioni in materia di investimenti nella forma di "informazioni (...) intese a raccomandare o consigliare (...) una strategia di investimento in merito a uno o più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti e futuri di tali strumenti" quando "destinate ai canali di distribuzione o al pubblico" (art. 3.1, n. 35).

In astratto, i messaggi diffusi dai *finfluencers* parrebbero rientrare nella definizione appena fornita e pure al soggetto esercente tale attività potrebbe comunque attribuirsi, sempre secondo questa tesi, la qualifica di *esperto* ai sensi dello stesso regolamento, ovvero colui che "propone ripetutamente decisioni di investimento in relazione a strumenti finanziari" e (i) "si presenta come dotato di competenza o esperienza finanziaria" o (ii) "presenta la raccomandazione in modo tale da indurre gli altri a ritenere ragionevolmente che possieda competenza o esperienza finanziaria"<sup>37</sup>.

In senso contrario alla collocazione nella categoria dell'esperto, si opina però che quest'ultima qualificazione implicherebbe la presenza di una competenza specifica in materia di cui, in generale, il *finfluencer* difetterebbe nel momento in cui veicola la propria opinione; e, a tutto concedere, potrebbe parlarsi di *esperto* solo in presenza di un "guru" della finanza e non di chi, pur contando un numero significativo di *followers*, diffonde informazioni finanziarie che non raggiungono soglie tali da legittimare l'intervento dell'Autorità di vigilanza<sup>38</sup>.

In ogni caso, a favore dell'applicazione del regolamento MAR al caso che occupa sembra convergere l'ESMA nella propria avvertenza di febbraio 2024 ("*Warning for people posting Investment Recommendation on social media*")<sup>39</sup>. In tale documento, si è, in particolare, precisato come: (a) la pubblicazione di una raccomandazione d'investimento sui *social media* comporta l'assoggettamento ai requisiti stabiliti nel regolamento richiamato a seconda della categoria di appartenenza<sup>40</sup>; (b) alcune comunicazioni potrebbero, per tal via, comportare rischi di manipolazione del mercato, abuso di informazioni privilegiate e divulgazione illecita di informazioni riservate<sup>41</sup>; (c) in ogni caso, i divieti di *insider trading*, manipolazione del mercato e divulgazione illecita di informazioni riservate si applicano

---

<sup>36</sup> Tale spunto è tratto da G. SANDRELLI, *Gamification e trading: profili di tutela dell'integrità del mercato e rimedi per gli investitori retail*, in C. BRESCIA MORRA, D. COLONNELLO, M. GARGANTINI, G. SANDRELLI, G. TROVATORE, *La gamification degli investimenti finanziari*, cit., 52 – 53.

<sup>37</sup> Cfr. art. 1, lett. a), regolamento delegato (UE) 2016/958, che integra il regolamento MAR.

<sup>38</sup> Per quest'opinione v. N.M.F. FARAONE, *op. cit.*, spec. 213 – 214 ove, rispetto alla soluzione proposta, aggiunge che si tratterebbe di un bilanciamento "che, se da un canto, appare rispettoso di un principio di libertà di espressione del *fin-influencer*, dall'altro, costituisce una resa rispetto al livello di imprecisioni e informazioni false e decettive che i *social network* possono diffondere".

<sup>39</sup> Il documento è reperibile sul sito dell'ESMA. Prima v. pure ESMA, *Public Statement on investment recommendations made on social media*, 28 ottobre 2021, ove si fa riferimento all'eventualità che le *investment recommendations* siano prodotte anche da altri soggetti, inclusi quelli che operano sui *social media*: «on top of that, if one produces investment recommendations frequently, intends to reach a large audience, and presents him or herself as having financial expertise, that may mean that one can be considered to be an expert. In such a case, more disclosures are required by the law». E, poco dopo, si fa riferimento proprio alle regole di cui al regolamento MAR, le quali «require those making investment recommendation to disclose identities, present recommendations in an objective way, and disclose all relationships or circumstances that would impair objectivity. For experts, additional rules need to be followed».

<sup>40</sup> V. il *Key message* #1.

<sup>41</sup> Così il *Key message* #4.

indipendentemente dalla categoria di appartenenza<sup>42</sup>.

Nondimeno, a fronte di una simile latitudine dell'ambito applicativo del regolamento riguardo all'attività dell'*influencer* finanziario, si è reputato che le esenzioni e semplificazioni procedurali previste dalla disciplina in discorso ridurrebbero la relativa portata precettiva proprio con riguardo all'ambito che stiamo considerando. In particolare, si porta come esempio la semplificazione che consiste nella possibilità di indicare il luogo (virtuale) dove le relative informazioni risultano accessibili prevista quando l'informativa a tutela degli investitori s'appalesa "sproporzionata rispetto alla lunghezza e alla forma della raccomandazione"<sup>43</sup>, come potrebbe normalmente accadere sul *social network*.

Sicché, se si condividono le coordinate appena tracciate, il rischio potrebbe essere che, esclusa la riconducibilità dell'attività alla consulenza finanziaria e, ancora, l'applicabilità del regolamento MAR nei termini che sono stati appena chiariti, il momento patologico dell'attività resti disciplinato, unicamente, dalle regole sulla responsabilità civile. E così: il *finfluencer* potrebbe comunque rispondere per la lesione subita dall'investitore, se la propria raccomandazione (generica e non personalizzata) abbia inciso sulla condotta commissiva o omissiva poi tenuta dall'investitore (o potenziale investitore)<sup>44</sup>. Rimedio che, nondimeno, potrebbe rivelarsi di complessa applicazione – specie per l'investitore/*follower* – in ragione delle regole sul riparto dell'onere della prova, a meno che non si ipotizzi, con una certa fondatezza, l'esistenza di un "contatto sociale" qualificato tra *influencer* e investitore/*follower*, con conseguente semplificazione del regime applicabile<sup>45</sup>.

A sostegno di siffatto spunto interpretativo (tutto, ancora, da indagare), una "stampella" viene offerta dalla dimostrazione dell'inutilizzabilità, a questi fini, dei risultati raggiunti a proposito della responsabilità civile derivante dalla diffusione di informazioni (finanziarie) inesatte al mercato e, più in generale, ai terzi. Diversamente da quanto accade per le ipotesi, già note al dibattito dottrinale e giurisprudenziale, della responsabilità del revisore nei confronti dei terzi (investitori) per l'erroneità del giudizio sul bilancio d'esercizio o della responsabilità dell'analista finanziario per aver diffuso o comunicato a terzi una raccomandazione di investimento errata o fuorviante oppure, ancora, della responsabilità delle agenzie di *rating* per giudizi inesatti comunicati al mercato, nel caso delle opinioni diffuse da soggetti non qualificati attraverso *social network* o altri mezzi di divulgazione digitale – si sostiene – non sarebbe riscontrabile il requisito della "professionalità" in capo

---

<sup>42</sup> In questi termini il *Key message* #3.

<sup>43</sup> In senso v. G. SANDRELLI, *op. cit.*, 53, il quale prosegue sostenendo che ciò "può evidentemente tradursi in una non-tutela se si pensa alle raccomandazioni diffuse su video YouTube, nei *pop-up* di una piattaforma di *trading*, o nei consigli diffusi in una *chatbot* in rete" oppure, ancora, alle raccomandazioni diffuse sotto pseudonimo ("dove può essere impossibile, per il pubblico, risalire all'autore").

<sup>44</sup> Perviene a una conclusione simile, sia pure in generale, D. MAFFEIS, *op. cit.*, 163 – 164.

<sup>45</sup> *Ad adiuvandum* rispetto alla tesi proposta nel testo, potrebbe citarsi la giurisprudenza che si è formata, per esempio, in tema di responsabilità dell'istituto bancario per la proposta di investimento in diamanti presentata al cliente da parte della banca e definita contrattualmente con una società terza, fatte, in ogni caso, le dovute distinzioni, specialmente, quanto alla diversa natura dell'attività esercitata dalla banca. In una pronuncia (App. Firenze, 13.5.2024, n. 830, in *DeJure*), si legge che "la banca si è approfittata dell'affidamento riposto nei suoi confronti dal proprio cliente proponendogli un'opportunità di investimento falsata (...) senza verificare l'affidabilità dei dati e delle informazioni che ha poi propalato" al cliente; responsabilità determinata dall'inadempimento degli "obblighi di protezione ed informazione che trovano diretto fondamento nel dovere di solidarietà di cui all'art. 2 Cost.". Nello stesso senso v. pure App. Bologna, sez. III, 24.7.2024, n. 1571, in *DeJure*.

all'*influencer*<sup>46</sup>.

## 5. IL RAPPORTO CON CHI COMMISSIONA LA DIVULGAZIONE DEL CONSIGLIO FINANZIARIO.

Il quadro appena tracciato si dovrebbe arricchire (e, per certi versi, complicare), passando all'inquadramento della relazione (giuridica) che lega chi commissiona la divulgazione del consiglio e il *finfluencer*. Ciò, partitamente, al fine di comprendere le interferenze che da un siffatto inquadramento potrebbero derivare in relazione agli altri soggetti coinvolti, inclusi, specialmente, i *followers*/investitori.

Al riguardo, si è detto, in precedenza, che l'ipotesi più ricorrente è quella del soggetto non autorizzato, che non opera per una società finanziaria e che non svolge attività di consulenza finanziaria. Nondimeno, tale affermazione non può esonerare, com'è intuibile, dalla soluzione dell'interrogativo appena posto, specialmente se si considera che l'*influencer* finanziario promuove, generalmente, prodotti o servizi finanziari a vantaggio di qualche altro, come, peraltro, si è evidenziato a proposito dell'elencazione proposta poco prima. Prendendo come riferimento, per l'appunto, tale situazione "tipica", per dare forma (contrattuale) al rapporto tra un *influencer* e il soggetto per il quale è promossa la conclusione di affari, si potrebbe considerare un recente approdo giurisprudenziale che si è occupato della questione, sia pure a fini giuslavoristici<sup>47</sup>.

Segnatamente, in una pronuncia, è stata riconosciuta la sussistenza degli elementi della continuità, della stabilità e della presenza in una zona determinata ("che ben può essere intesa come comunità dei followers dell'*influencer*") tipici del contratto di agenzia; scopo (*rectius*, causa concreta) del contratto che, coerentemente con l'impostazione di tale tipo contrattuale, sarebbe quello di vendere i prodotti promossi direttamente ai *followers* di quell'*influencer*, "tanto che il follower in sede di acquisto deve inserire il codice di sconto personalizzato associato all'*influencer*, raggiungibile unicamente attraverso le pagine social dell'*influencer*"<sup>48</sup>.

Vero è che, nel nostro caso, dovrebbe apprezzarsi che l'*influencer* si occupa di concludere, per il

---

<sup>46</sup> Il punto è oggetto di approfondita analisi da parte di N.M.F. FARAONE, *op. cit.*, 198 ss., il quale, in conclusione del ragionamento, osserva come sarebbe difficile intravedere "un'inversione di tendenza da parte della giurisprudenza e un criterio di valutazione più stringente per le condotte poste in essere da *influencer* che veicolano informazioni su mezzi digitali non rivolti ad una clientela 'professionale'", considerando che già si riscontrano difficoltà in giudizio nel fornire la prova, da parte dei danneggiati, in ordine alla sussistenza del nesso di causalità tra l'informazione diffusa al mercato e il compimento dell'investimento.

<sup>47</sup> È interessante notare come la posizione che si trova affermata nell'arresto giurisprudenziale di cui si dà conto poco dopo nel testo trovi un suo antecedente nell'ordinamento francese ove è intervenuta la loi n° 2023-451 del 9 giugno 2023 "visant à encadrer l'influence commerciale et à lutter contre les dérives des influenceurs sur les réseaux sociaux". L'art. 7 della predetta legge definisce, in particolare, attività di agenzia quella che consiste nel rappresentare, a titolo oneroso, le persone fisiche o giuridiche che esercitano l'attività di *influencer*. Peraltro, in quella legge (art. 4) si vieta l'attività di *influencer* con riguardo a un'ampia elencazione di prodotti e servizi finanziari (tra i quali, contratti finanziari, fornitura di servizi di *assets* digitali e offerte pubbliche di *token*). Per un commento alla legge v. E. CALZOLAIO, *L'attività pubblicitaria dell'influencer nel diritto francese (Loi n. 451 del 9 giugno 2023)*, in *Dir. inform.*, 2023, 909 ss. Sempre con riferimento alle esperienze straniere, è appena il caso di menzionare anche l'avvertimento della Comisión Nacional del Mercado de Valores del 24 ottobre 2022 circa la condotta di alcuni *influencers* che potrebbero diffondere raccomandazioni di investimento senza conformarsi completamente all'osservanza della disciplina vigente (nella specie, il regolamento MAR).

<sup>48</sup> Così Trib. Roma, sez. lav., 4.3.2024, n. 2615, in *DeJure*.

“preponente”, contratti di investimento.

Se così è, occorre verificare la convergenza o, come appare, allo stato della riflessione, più probabile, la divergenza con altre figure già note al diritto bancario e finanziario, al fine di escluderne la riconducibilità a queste ultime. Il riferimento è, principalmente, a quelle dell’agente in attività finanziarie (art. 128-*quater* TUB) e del mediatore creditizio (art. 128-*sexies* TUB). A una prima impressione, l’attività di siffatti soggetti – che è oggetto di riserva – parrebbe divergere da quella dei *finfluencers* in quanto diretta, pur con le dovute distinzioni tra le due figure, alla promozione e conclusione di contratti relativi alla concessione di finanziamenti<sup>49</sup>. S’aggiunga, tra l’altro, che l’agenzia in attività finanziaria non risulta neppure compatibile con la prestazione dell’attività di consulente finanziario.

La proposta interpretativa che si sta coltivando dovrebbe, ancora, misurarsi con le caratteristiche della singola fattispecie, ben potendo, nel caso concreto, mancare uno degli elementi di qualificazione contrattuale. Per altro verso, il *finfluencer* potrebbe essere (autenticamente) indipendente o, all’opposto, se l’attività risulta riconducibile, nel singolo caso, alla consulenza finanziaria, il “preponente” potrebbe essere un intermediario, del quale, al verificarsi di situazioni patologiche, potrebbe valutarsi la relativa responsabilità di tipo solidale<sup>50</sup>.

Posti questi paletti nella ricostruzione del rapporto con chi commissiona la divulgazione pubblicitaria dell’investimento finanziario, la qualificazione in via pretoria del rapporto che riguarda, in generale, l’*influencer* e il soggetto a beneficio del quale propone la conclusione di affari parrebbe doversi misurare con le opzioni interpretative che si sono sviluppate, in ambito dottrinale, a proposito della qualificazione del c.d. *personal merchandising*, consistente nella cessione, da parte dell’*influencer*, dei diritti d’uso della propria immagine a favore del committente<sup>51</sup>.

La prassi (commerciale) conosce ormai un vasto catalogo di proposte contrattuali che appaiono, tendenzialmente, “varianti” del contratto di sponsorizzazione<sup>52</sup> (v., per esempio, quelle di *testimonial* o di

---

<sup>49</sup> Per un inquadramento delle due figure previste dal TUB v., di recente, L. BOGGIO, *Mediatore creditizio e agente in attività finanziaria: dubbi sulla legittimità di incroci partecipativi e sull’incompatibilità delle iscrizioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, I, 59 ss. e, in precedenza, per la mediazione creditizia M. MARCHESI, *Gli intermediari del credito*, Torino, 2020, 118 ss. In argomento cfr., sempre di recente, B. RUSSO, Sub art. 128-*quater*, 2275 ss. e L. SBARAINI, Sub art. 128-*sexies*, 2293 ss., in *Commento al Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, II, a cura di C. Costa, A. Mirone, II ed., Torino, 2024.

<sup>50</sup> E ciò, sostanzialmente, sulla scorta di quanto previsto dall’art. 31, co. 3, TUF (“il soggetto abilitato che conferisce l’incarico è responsabile in solido dei danni arrecati a terzi dal consulente finanziario abilitato all’offerta fuori sede, anche se tali danni siano conseguenti a responsabilità accertata in sede penale”). Infatti, per P. MARANO, *L’attività e la disciplina dei consulenti finanziari*, in *Il Testo Unico finanziario*, I, diretto da M. Cera, G. Presti, Bologna, 2020, 772, “considerazioni analoghe sono proponibili rispetto a consulenti finanziari autonomi e alle società di consulenza finanziaria, muovendo dall’ovvio presupposto per cui anche i rapporti fra i soggetti in questione e i loro clienti devono caratterizzarsi per l’osservanza delle regole di condotta da parte dei primi”.

<sup>51</sup> Precisamente, il c.d. *personality merchandising* consiste “nell’acquisire il diritto di sfruttare la notorietà raggiunta da un personaggio pubblico, onde incentivare i consumatori all’acquisto di un prodotto o di un servizio, promuovendo il brand del committente verso il pagamento di un corrispettivo economico”: così A. MENDOLA, *Commercial value of the fame e prospettive rimediali a confronto*, in *Giust. civ.*, 2023, 149. Sull’argomento cfr., tra i primi, M. RICOLFI, *Il contratto di merchandising nel diritto dei segni distintivi*, Milano, 1991, 425 ss. Più di recente, tra gli altri, A. FACHECHI, *A proposito di personality merchandising*, in *Giur. it.*, 2019, 60 ss., e G. CORAPI, *Il contratto di influencer marketing*, in *Nuovo Diritto Civile*, 2022, 243 ss.

<sup>52</sup> Riconosce la vocazione di *genus* alla sponsorizzazione A. FACHECHI, *op. ult. cit.*, 61. Nell’ammettere, comunque, “vistose” affinità tra i fenomeni (*in primis*, la finalità dell’impiego promozionale dell’altrui celebrità), distingue, invece, il

*endorsement* o, ancora, di *affiliate marketing*<sup>53</sup>); e, in parallelo, l'inquadramento del singolo rapporto sembrerebbe dipendere, ancora una volta, dall'assetto che le parti, nel caso di specie, hanno inteso attribuirvi. Una simile incertezza legata al caso concreto – unita al carattere “settoriale” della pronuncia prima citata (*i.e.*, accertamento di somme dovute a titolo di contributi) – dovrebbe, forse, consigliare un approccio cauto nel tentativo di ricostruzione che si sta conducendo, anche (e soprattutto) alla luce del terreno d'elezione del *finfluencer*, ovvero i mercati finanziari. Qui si dovrebbe porre, in effetti, una specifica attenzione nella declinazione contrattuale del singolo rapporto, tenendo, a tacer d'altro, in debita considerazione le limitazioni che chi commissiona la divulgazione del consiglio finanziario dovrebbe imporre in punto di compendio informativo che il *finfluencer* è legittimato a diffondere (al mercato)<sup>54</sup>. Profilo – tutto da indagare – che potrebbe andare a incidere, con buona probabilità, sulle predette “varianti” contrattuali elaborate a proposito dell'*influencer* non finanziario.

Sta di fatto, volendo limitarci a un profilo di necessaria *disclosure* del rapporto in questione, che il *finfluencer*, ove gli venga riconosciuta una provvigione<sup>55</sup> o una qualche altra forma di remunerazione, dovrebbe sempre rendere nota all'utente/investitore tale circostanza, anche utilizzando, per esempio, avvertimenti a mezzo di *hashtag* del tipo *#adv* (o altri simili)<sup>56</sup>. Quello che dovrebbe essere chiarito, agli occhi del pubblico *social*, è, quindi, il collegamento del *finfluencer* con chi commissiona la divulgazione (pubblicitaria) del consiglio, al fine di evitare che l'utente/*follower* si persuada di un'indipendenza del *finfluencer* che è, di fatto, assente.

## 6. INFORMAZIONE E TUTELA DELL'INVESTITORE/ FOLLOWER.

A proposito della tutela della posizione (*rectius*, diritti) dell'investitore/*follower*, questa dovrebbe essere assicurata, tendenzialmente, tramite le informazioni che a questo vengono fornite.

Si è già detto, in precedenza, della rilevanza del momento informativo e della duplice direzione che deve caratterizzare i flussi informativi tra investitore e *influencer*: per quelle promananti dal primo, la loro utilità s'apprezza, specialmente, ai fini della ricostruzione del profilo dell'investitore, mentre, tra quelle del *finfluencer*, è di rilievo la predetta *disclosure* delle situazioni di conflitto d'interesse. Questo sembra valere – è ora il caso di precisare – quando l'attività prestata dall'*influencer* finanziario sia, effettivamente, sussumibile nella consulenza

---

*personality merchandising* dalla sponsorizzazione (“l'impatto promozionale della sponsorizzazione è, dunque, calibrato sulla partecipazione dello sponsorizzante all'attività ‘primaria’ dello sponsorizzato; quello del *personality merchandising*, invece, sulla partecipazione della celebrità alle comunicazioni aziendali dell'autorizzato relative all'attività (‘secondaria’) di quest'ultimo”: così a pag. 427) M. RICOLFI, *op. ult. cit.*, 426 ss. Per l'individuazione di alcune differenze del contratto di *endorsement* con gli altri contratti di pubblicità mediante sfruttamento del diritto all'immagine v. R. CARLEO, *False endorsement e disgorgement*, in *Contr.*, 2013, spec. 493 – 494.

<sup>53</sup> Per una distinzione tra le diverse fattispecie contrattuali v. I. SPEZIALE, *La pubblicità veicolata da influencer nella normativa e nella prassi dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato*, in *Contr. impresa*, 2025, 194 ss.

<sup>54</sup> Da questo punto di vista, si potrebbe richiamare il precetto di cui all'art. 101 TUF in tema di limiti all'attività pubblicitaria per i soggetti vigilati.

<sup>55</sup> Elemento che è essenziale specialmente ove si qualifichi il contratto come contratto di agenzia, stante il dettato dell'art. 1742 c.c.: sul carattere oneroso del contratto di agenzia v., tra gli altri, V. FRANCESCHELLI, *Agenzia (contratto di)*, in *Enc. dir.*, agg. III, Milano, 1999, 88.

<sup>56</sup> Del resto, sono orientate in tal senso le Linee guida approvate dall'AGCOM, con la delibera n. 7/24/CONS, volte a garantire il rispetto da parte degli *influencer* delle disposizioni del testo unico sui servizi di media audiovisivi.

finanziaria. Al di fuori, in virtù delle distinzioni operate in punto di attività, non sembra sussistere, all'attualità, un vero e proprio obbligo in capo all'*influencer* finanziario di osservare questi ultimi precetti. Il che, al contempo, non autorizza a garantirgli una qualche "immunità informativa".

Attraverso la piattaforma *social* vengono difatti veicolate una pluralità di informazioni che possono riguardare sia la promozione, da parte dell'*influencer*, di un determinato prodotto o servizio finanziario – talora, com'è stato notato, innovativo oppure non registrato o potenzialmente ad alto rischio o particolarmente complesso<sup>57</sup> – sia la richiesta, da parte dei *followers*, rivolta all'*influencer*, circa tendenze di mercato oppure brevi pareri su questioni finanziarie oppure, ancora, aggiornamenti e notizie di mercato.

In via interpretativa, è possibile sostenere che l'*influencer* finanziario, oltre al disvelamento dei rapporti economici esistenti con chi commissiona la divulgazione del prodotto o servizio finanziario (v. *supra*), dovrebbe preoccuparsi di offrire all'investitore/*follower* un'informativa (forse, anche, solo minima) relativa alle caratteristiche del prodotto o del servizio pubblicizzato e, con buona probabilità, anche dei rischi (potenziali) connessi all'investimento posto in essere, specialmente se, come detto, si tratta di un prodotto ad alto rischio e/o complesso. Obbligo informativo che, sul piano giuridico, potrebbe ritenersi scaturente – al vertice – dalla clausola generale di correttezza e buona fede.

Per altro verso, le informazioni del tipo prima considerato potrebbero, con evidenza, avere un impatto sui prezzi, nella misura in cui i *posts* o altre forme di divulgazione tipiche dei *social* potrebbero comportare, com'è stato dimostrato, un aumento dei prezzi di alcuni titoli o di criptovalute. Del pari, in senso inverso, le informazioni relative alla vendita di titoli da parte del *finfluencer* potrebbe comportare un (sensibile) crollo del prezzo del titolo stesso<sup>58</sup>.

Nell'ottica regolatoria, il rapporto tra informazioni e prezzi potrebbe porre un problema di manipolazione del mercato, come è stato sottolineato richiamando la posizione dell'ESMA.

È stato infatti osservato come il *finfluencer* potrebbe sfruttare la propria posizione per operare su uno strumento finanziario, per esempio, proiettando le proprie opinioni sulle cattive prospettive dell'emittente, ricostruendole sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili<sup>59</sup>. In tale eventualità, si è sostenuto che il comportamento in questione dovrebbe essere sanzionato facendo ricorso al citato regolamento MAR e, nella specie, alla sanzione prevista dall'art. 12, co. 1, lett. b)<sup>60</sup> o, ancora, si potrebbe aggiungere anche quella di cui alla lett. c)<sup>61</sup>.

---

<sup>57</sup> Cfr. Rapporto finale IOSCO, 14.

<sup>58</sup> Per la dimostrazione di un siffatto assunto v. S.S. GUAN, *The rise of the finfluencer*, in *Journal of Law & Business*, 2023, 510 – 511.

<sup>59</sup> In questi termini G. SANDRELLI, *op. cit.*, 49.

<sup>60</sup> Testualmente, s'intende "l'avvio di un'operazione, l'inoltro di un ordine di compravendita o qualsiasi altra attività o condotta che incida, o sia probabile che incida, sul prezzo di uno o più strumenti finanziari, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni, utilizzando artifici o qualsiasi altra forma di raggirio o espediente".

<sup>61</sup> Si tratta della "diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano (...) segnali falsi o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento



Tuttavia, si è notato come la disciplina in discorso sarebbe destinata a operare in una logica *ex post* e, soprattutto, “si limita a colpire, a macchia di leopardo, solo alcuni epifenomeni (...), ma non raggiunge (né potrebbe, per sua natura e funzione), l’interazione più profonda fra comunicazione finanziaria, comportamenti degli investitori *retail* e formazione dei prezzi”<sup>62</sup>.

In effetti, riprendendo quanto si diceva in precedenza e con riserva di sfruttare meglio lo spunto che segue nel tracciare le considerazioni conclusive, al netto del problema sull’effettività dei rimedi esistenti per reprimere eventuali abusi, con la presenza sui mercati finanziari dei *finfluencers*, si amplifica l’impatto dell’informazione sui prezzi; e, più in generale, sembra imporsi un mutamento dell’approccio stesso alla circolazione delle informazioni nel mercato finanziario rispetto a quello tradizionale, come già si anticipava inizialmente.

Le informazioni rilevanti per la decisione d’investimento dell’investitore/*follower*, a prescindere dalla qualificazione assunta dall’attività, devono essere fornite sì in modo chiaro e completo, ma le peculiarità della “sede” dove si realizza il “contatto” e dei soggetti coinvolti sembra determinare, di pari passo, una (necessaria) modifica delle stesse modalità di comunicazione dell’informazione e, prima ancora, del relativo contenuto.

## 7. LE (POSSIBILI) RESPONSABILITÀ DELLA PIATTAFORMA SOCIAL.

Con riguardo proprio al luogo in cui avviene la divulgazione delle raccomandazioni di investimento o, più semplicemente, dei messaggi aventi contenuto finanziario, ovvero le piattaforme *social*<sup>63</sup>, potrebbe essere utile stabilire se esse abbiano qualche forma di responsabilità nel veicolare i contenuti offerti dal *finfluencer*<sup>64</sup>.

In questa prospettiva, è stato osservato come, proprio nell’ambito del regolamento MAR, l’art. 20 sembri equiparare, anche ai fini della responsabilità, la diffusione della raccomandazione in materia di investimenti alla “produzione” della raccomandazione stessa, imponendo che l’informazione sia presentata in maniera corretta e che vengano segnalati eventuali conflitti d’interesse<sup>65</sup>. Ma, sempre secondo questa tesi, occorrerebbe valutare anche il ruolo che potrebbe assumere il regolamento sui servizi digitali<sup>66</sup>.

In sintesi, guardando a quest’ultimo *corpus* normativo, si è messo in luce come, tendenzialmente, il gestore

---

finanziario (...), compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti”.

<sup>62</sup> Così, testualmente, G. SANDRELLI, *op. cit.*, 56.

<sup>63</sup> Per un inquadramento delle piattaforme e della loro regolazione cfr. A. CANEPA, *I mercanti dell’era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Torino, 2020, spec. 27 ss.

<sup>64</sup> Indagine che si ritiene ancora più d’interesse se si considera quanto si afferma, nella letteratura straniera, da parte di E. HUND, *The Influencer Industry. The Quest for Authenticity on Social Media*, Princeton, 2023, 157, secondo cui “as the influencer industry has developed, there has been an overarching trend of power shifting *away* from individuals and individual ownership (such as blogs) and *toward* social media companies (such as the recently restyled Meta), as well as toward companies proffering various technologies of self-commercialization (such as Reward-Style and its peer)” (corsivi dell’A.).

<sup>65</sup> Cfr., ancora, G. SANDRELLI, *op. cit.*, 53.

<sup>66</sup> Trattasi del regolamento (UE) 2022/2065 relativo a un mercato unico dei servizi digitali. Per un commento a tale regolamento v., tra gli altri, G. FINOCCHIARO, *Responsabilità delle piattaforme e tutela dei consumatori*, in *Giorn. dir. amm.*, 2023, 730 ss., e B.S. SERVIDA, *La responsabilità degli internet service provider: dal safe harbour al principio di accountability*, in *NLCC*, 2024, 135 ss.

della rete si limiti ad attività “neutre” ai sensi del citato regolamento<sup>67</sup> e rispetto alle quali la disciplina di cui al regolamento MAR non sarebbe applicabile perché mancherebbe, da parte del soggetto “diffusore”, la possibilità di apportare modifiche o alterazioni alla raccomandazione trasmessa.

Per altro verso, l'impostazione prescelta proprio dal regolamento sui servizi digitali sembra essere nel senso dell'attribuzione alla piattaforma medesima<sup>68</sup> – ancor più quando di dimensioni molto grandi (così è per *Facebook* e *Instagram*) – di una responsabilità quanto (almeno) alla diffusione di contenuti *illegali*<sup>69</sup>.

Se si condivide ciò che si sostiene a proposito dell'attribuzione alla piattaforma di vere e proprie funzioni paragiurisdizionali<sup>70</sup> rispetto a tali contenuti – funzioni attivate, partitamente, a fronte della segnalazione effettuata dall'utente della piattaforma<sup>71</sup> –, si potrebbe ipotizzare, nel caso che ci occupa, l'esistenza di una forma di (auto)governo della piattaforma tale da limitare o rimuovere, nei casi più gravi, la diffusione anche dei messaggi a tema finanziario *illegali*<sup>72</sup>. E, tra i contenuti, potrebbero, esemplificativamente, farsi rientrare proprio quei messaggi e/o quelle condotte che sono state prima enucleate prendendo spunto dal Rapporto finale di IOSCO (v. *supra*). L'unico rischio che può intravedersi in un siffatto meccanismo di *enforcement* (privato) sarebbe quello

---

<sup>67</sup> In particolare, G. SANDRELLI, *op. cit.*, 55, sottolinea come “il mero ‘trasporto’ di informazioni (cioè la messa a disposizione della piattaforma affinché le informazioni siano veicolate) e il loro *hosting* ‘passivo’ non determinano l'imputabilità delle stesse al gestore, né stabiliscono una presunzione di controllo del gestore sull'attività del produttore di informazioni”.

<sup>68</sup> Ai fini dell'applicabilità del regolamento in discorso, è importante considerare la definizione di “piattaforma online” fornita dall'art. 3, lett. i), che, in sintesi, si riporta di seguito: “un servizio di memorizzazione di informazioni che, su richiesta di un destinatario del servizio, memorizza e diffonde informazioni al pubblico”.

<sup>69</sup> Per “contenuto illegale” s'intende “qualsiasi informazione che, di per sé o in relazione a un'attività, tra cui la vendita di prodotti o la prestazione di servizi, non è conforme al diritto dell'Unione o di qualunque Stato membro conforme con il diritto dell'Unione, indipendentemente dalla natura o dall'oggetto specifico di tale diritto”: così l'art. 3, lett. h) del regolamento. Definizione che, con evidenza, non sembra precludere l'applicazione del regolamento quando l'informazione abbia natura o contenuto finanziario.

<sup>70</sup> L'espressione si trova adoperata in B.S. SERVIDA, *op. cit.*, 158, la quale aggiunge che le piattaforme stabiliscono anche le sanzioni “che, dal momento che essi stessi definiscono anche le regole tecniche e gli algoritmi su cui si regge la piattaforma gestita, si rivelano ‘*self-enforceable*’” (corsivo e virgolettato dell'A.). In argomento v. pure, tra gli altri, E.R. RESTELLI, *Le piattaforme digitali. Dall'intermediazione all'impresa*, Milano, 2022, spec. 109 ss. Con riguardo al tema oggetto della ricerca, v. N.M.F. FARAONE, *op. cit.*, 205 ss., il quale, a proposito del ruolo della piattaforma, rileva come “il ricorso a modelli di risoluzione extra-giudiziale delle controversie rimane sì una suggestione, ma di sicuro interesse e certamente ‘futuribile’, specialmente nell'ottica di una potenziale istituzione, a livello europeo, di una serie di organismi di ODR deputati alla risoluzione del contenzioso in materia di gestione dei contenuti online ad opera delle piattaforme” (così a pag. 210, virgolettato dell'A.).

<sup>71</sup> Si consideri, in questa prospettiva, quanto previsto sia dagli articoli 16 e 17 – in ordine alla predisposizione di meccanismi di *Notice&Takedown* relativi a contenuti illegali – sia dall'art. 20 del regolamento in esame. A mente di quest'ultima disposizione, i fornitori di piattaforme online devono consentire a chi abbia presentato una segnalazione “l'accesso a un sistema interno di gestione dei reclami efficace”, che consenta “di presentare per via elettronica e gratuitamente reclami contro la decisione presa dal fornitore della piattaforma online all'atto del ricevimento di una segnalazione” o contro le decisioni adottate dal fornitore della piattaforma online. Per un esame degli obblighi aggiuntivi per i fornitori di piattaforme online v. M. STUCCHI, *DSA: le nuove regole per le piattaforme online*, in *Dir. ind.*, 2024, 272 – 273.

<sup>72</sup> Ciò, specialmente, se si considera – com'è stato notato da A. GUACCERO, *Tra democrazia e populismo nel mercato finanziario: lezioni dal caso GameStop*, in *Riv. soc.*, 2023, 233 – che “l'informazione veicolata tramite social media, consiste (...) nella regolamentazione di un flusso potenzialmente alluvionale di messaggi, senza una effettiva possibilità di verifica dell'identità di chi diffonde un messaggio su un numero potenzialmente crescente di piattaforme operanti secondo regole di giurisdizioni diverse e con considerevoli difficoltà di controllo da parte dei regolatori”.

relativo alla eccessiva discrezionalità della decisione della piattaforma<sup>73</sup>, che potrebbe rivelarsi pregiudizievole per il corretto funzionamento del mercato finanziario.

Altro congegno che potrebbe operare sul piano delle regole di natura privata è la possibilità che le piattaforme introducano, nei propri termini di utilizzo del servizio, meccanismi di moderazione dei contenuti rispetto ai messaggi o consulenze diffuse in ambito finanziario<sup>74</sup>. Sintomatico, da questo punto di vista, è che alcune piattaforme abbiano risolto, *in apicibus*, la possibile insorgenza di rischi, optando per l'introduzione di restrizioni significative alle raccomandazioni di tipo finanziario (v., tra gli altri, *Tik Tok*)<sup>75</sup>.

Sempre ragionando in concreto, a carico del gestore della piattaforma si potrebbe comunque profilare – stando a una proposta che è stata avanzata in dottrina – il dovere di elaborare e presentare alla generalità degli utenti le informazioni sulle proprie posizioni di investimento, attuali o prospettiche, sui titoli o sull'esistenza di relazioni economiche o professionali con gli emittenti, fornendole anche in una forma grafica adatta alla piattaforma<sup>76</sup>. E ciò, sostanzialmente, al fine di evitare l'insorgenza – anche in questo caso – di situazioni di conflitti d'interesse.

In continuità, si è posto, poi, un altro problema, ovvero quello relativo al regime applicabile nell'ipotesi in cui il gestore della piattaforma si avvalga di algoritmi per “ordinare” le informazioni veicolate ai singoli utenti e, in particolare, se, in tal caso, l'attività sia qualificabile in termini di consulenza in materia di investimento<sup>77</sup>. Nello specifico, il dubbio riguarda l'ipotesi della piattaforma che, operando una profilatura algoritmica del cliente (sulla base delle scelte di investimento passate e delle sue preferenze), cerchi di indirizzarne le scelte, individuando specifici strumenti finanziari di interesse o mostrando l'andamento di alcuni titoli in modo più evidente rispetto

---

<sup>73</sup> Sulla possibilità che il *provider* eserciti un'eccessiva discrezionalità, imponendo, di fatto, agli utenti le proprie decisioni, con un risvolto sulla libertà di espressione e di informazione, si sofferma, ancora, B.S. SERVIDA, *op. cit.*, 159.

<sup>74</sup> È da tenere presente, a ogni modo, come la natura di queste regole di fonte privata sia attualmente oggetto di riflessione da parte della dottrina: v., tra gli altri, E. CREMONA, *I poteri privati nell'era digitale. Libertà costituzionali, regolazione del mercato, tutela dei diritti*, Napoli, 2023, *passim*; F. RUGGERI, *Poteri privati e mercati digitali. Modalità di esercizio e strumenti di controllo*, Roma, 2023, spec. 111 ss., e, prima ancora, R. PARDOLESI, *Piattaforme digitali, poteri privati e concorrenza*, in *Dir. pubbl.*, 2021, 941 ss.

<sup>75</sup> In questa prospettiva, sono da segnalare le lettere di sollecitazione che l'ESMA ha inviato, in data 28 maggio 2025, alle piattaforme digitali al fine di promuovere l'adozione di azioni concrete per prevenire la diffusione di pubblicità finanziarie non autorizzate. Segnatamente, le lettere sono state indirizzate a X, Meta, Tik Tok, Alphabet, Telegram, Snap, Amazon, Apple, Reddit e Google; il contenuto delle missive è, sostanzialmente, identico e mira a evidenziare che alcuni soggetti sfruttano le piattaforme digitali per promuovere servizi finanziari privi delle necessarie autorizzazioni, inducendo gli investitori a interagire, per l'appunto, con soggetti non regolamentati; donde l'esigenza di un approccio al fenomeno proattivo e coordinato – in considerazione, pure, dell'iniziativa di IOSCO – nell'ottica di protezione dell'investitore. D'interesse è l'apprezzamento rivolto dall'ESMA a Google con riguardo alla Politica di Verifica dei Servizi Finanziari (FSVP): «the requirement for advertisers to demonstrate authorisation from their relevant financial regulator contributes to mitigating online scams in the jurisdictions where the policy is applicable». A ogni modo, si sottolinea come una siffatta politica si applicherebbe a un numero limitato di Stati membri dell'Unione europea, incoraggiandosi, quindi, l'estensione della stessa a tutti gli Stati membri.

<sup>76</sup> Cfr. G. SANDRELLI, *op. cit.*, 57, il quale suggerisce, a proposito, “un'avvertenza, con grafica adeguata, nel momento in cui un utente visualizza il contenuto messo a disposizione”.

<sup>77</sup> Il problema viene sollevato, anche, da C. PICCIAU, *op. cit.*, 429 – 430. Prima ancora, v. G. SANDRELLI, *op. cit.*, 59 ss., il quale analizza la fattispecie, nell'ambito del *copy trading*, evidenziando come “tale attività di ‘profilazione’ faciliti l'abbinamento fra i segnali e la ‘considerazione delle caratteristiche’ dell'investitore in questione, cioè la personalizzazione del cliente destinatario di consulenza. Si può allora avanzare l'ipotesi che, fra chi genera il segnale di *trading* (il *copied trader*) e chi lo ‘personalizza’ (l'intermediario), sia quest'ultimo a prestare una consulenza” (così a pag. 63, virgolettati dell'A.).

ad altri.

A ben vedere, un siffatto interrogativo sembra avere un'attinenza con la ricerca unicamente nella misura in cui sia ravvisabile, in casi come quello descritto, la figura soprarichiamata dell'*influencer* virtuale. Se così fosse (e si riconoscesse a quest'ultimo l'idoneità a prestare la consulenza finanziaria), resterebbe, pur sempre, da risolvere, al vertice, il problema della responsabilità dei sistemi di intelligenza artificiale (su cui, anche, *supra*)<sup>78</sup>.

## 8. IL CARATTERE PUBBLICITARIO DEL CONSIGLIO DIFFUSO DAL *FINFLUENCER*.

In sede di premessa, si accennava al ruolo che anche altre Autorità potrebbero assumere riguardo ai consigli diffusi dal *finfluencer*. Al cospetto della nostra figura, è stato osservato come, nella più parte dei casi, si realizzi una commistione di contenuti sociali e culturali, anche postati mediante altri utenti, e contenuti e/o prodotti finanziari, per cui l'utente avrebbe una scarsa percezione della differenziazione tra prodotti (o informazioni) commerciali e quelli finanziari<sup>79</sup>.

Rispetto ai primi, è agevole evidenziare come, a prescindere dal tipo di attività oggetto di promozione, le regole in materia di comunicazione commerciale debbano applicarsi ai *finfluencers*, di talché, in forza di una simile constatazione, la figura oggetto di studio, come qualsiasi altro *influencer*, risulterebbe assoggettabile al Codice del consumo<sup>80</sup>, al Codice di Autodisciplina e alla Digital Chart dell'IAP, oltre che al Testo unico sui

---

<sup>78</sup> La soluzione del problema, nel caso specifico, potrebbe sfruttare l'ormai ampio dibattito maturato con riguardo al fenomeno del c.d. *robo advice*, di cui andrebbe, a ogni modo, saggiato il grado di sovrapponibilità rispetto alla figura del *finfluencer* virtuale. Tra i vari contributi sul tema, possono citarsi, oltre a quello già menzionato di C. PICCIAU, anche: M.T. PARACAMPO, *Robo-advisor, consulenza finanziaria e profili regolamentari: quale soluzione per un fenomeno in fieri?*, in *Riv. trim. dir. economia*, suppl. 1/2016, 256 ss.; EAD., *L'adeguatezza della consulenza finanziaria automatizzata nelle linee guida dell'ESMA tra algo-governance e nuovi poteri di supervisione*, in *Riv. dir. bancario*, 2018, 535 ss.; F. SARTORI, *La consulenza finanziaria automatizzata: problematiche e prospettive*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2018, 253 ss.; R. LENER, *La «digitalizzazione» della consulenza finanziaria. Appunti sul c.d. robo-advice*, in *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. Lener, Quaderni di Minerva Bancaria, 2018, 45 ss.; R. GHETTI, *Robo-advice: automazione e determinismo nei servizi di investimento ad alto valore aggiunto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2020, I, 540 ss.; C. RINALDO, *Consulenza finanziaria robotizzata*, in *Dig. disc. priv. – sez. comm.*, agg. IX, Utet, 2022, 53 ss.; A.M. PANCALLO, *L'Intelligenza Artificiale e l'automazione digitale nell'industria finanziaria: un mutamento del paradigma giuridico?*, in *L'industria finanziaria di fronte al mutamento del mercato. Atti del webinar tenutosi il giorno 10 luglio 2023*, a cura di D. Rossano, Bari, 2023, 21 ss.; F. BICHIRI, *Robo-advisor e responsabilità civile: un'analisi critica sulla Proposta di Regolamento sull'intelligenza artificiale e sulla Proposta di Direttiva sulla responsabilità da intelligenza artificiale*, Relazione al XV Convegno Annuale dell'Associazione "Orizzonti del Diritto Commerciale", 23-24.2.2024, e, di recente, G. SERAFIN, *Intelligenza artificiale, attività e responsabilità dell'impresa di investimento*, Torino, 2025, spec. 51 ss.

<sup>79</sup> Il rilievo è di A. CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Rivista trim. dir. economia*, suppl. 1/2022, 315 – 316, secondo cui il tutto sarebbe rafforzato dall'altrettanto scarsa presenza di elementi informativi e, pure, dallo strumento utilizzato per la visualizzazione dei contenuti. Nello stesso senso v. pure N.M.F. FARAONE, *op. cit.*, 186.

<sup>80</sup> In base agli orientamenti interpretativi della Commissione europea in materia di pratiche commerciali scorrette ("Comunicazione della Commissione - Orientamenti sull'interpretazione e sull'applicazione della direttiva 2005/29/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alle pratiche commerciali sleali delle imprese nei confronti dei consumatori nel mercato interno" - 2021/C 526/01), il termine *influencer* identifica "una persona fisica o un'entità virtuale che ha un pubblico più vasto della media in una piattaforma pertinente": trattasi, a quanto pare, di una definizione meno restrittiva di quella riprodotta più sopra. Inoltre, la qualifica di professionista compete, a prescindere dalle dimensioni del loro seguito, alle "persone che svolgono frequentemente attività promozionali rivolte ai consumatori sui loro account di media sociali". Infine, agli *influencers* che raccomandano propri prodotti o la propria attività si applicano le medesime norme previste per coloro che pubblicizzano beni e servizi di terzi.

servizi dei media e audiovisivi di cui al d.lgs. n. 208/2021, ove applicabile<sup>81</sup>. In breve, dall'intreccio dei riferimenti normativi citati può ricavarsi il rispetto – da parte del *finfluencer* – dei principi di trasparenza, completezza e correttezza della comunicazione pubblicitaria.

In applicazione di siffatte coordinate, è significativo che l'AGCM abbia adottato, assai di recente, alcuni provvedimenti sanzionatori nei confronti di alcuni *finfluencers*. In un caso, per esempio, sono state “punite” – con l'inibitoria e una sanzione amministrativa pecuniaria – le pratiche commerciali scorrette di un *influencer* consistenti nel pubblicare, in modo reiterato, su diverse piattaforme *social* e siti internet, foto e video in cui l'*influencer* stesso pubblicizzava e offriva, a pagamento, metodi per conseguire significativi risultati economici, senza chiarire, tra l'altro, la natura pubblicitaria delle comunicazioni diffuse<sup>82</sup>.

Sul punto, non può mancare di segnalarsi come la stessa Consob sia stata investita, in prosieguo di tempo, di specifici poteri di contrasto all'attività pubblicitaria da parte di soggetti non autorizzati.

In proposito, viene in considerazione la novella di cui alla legge c.d. capitali (5 marzo 2024, n. 21), che ha modificato l'art. 7-*bis* del TUF, con l'introduzione di un comma 1-*bis*, attribuendo alla Consob il potere di vietare lo svolgimento di campagne pubblicitarie “condotte tramite la rete internet o ogni altro mezzo di comunicazione quando hanno ad oggetto, direttamente o indirettamente, servizi e attività di investimento prestati da soggetti non abilitati ai sensi dell'art. 18” dello stesso TUF<sup>83</sup>. A sua volta, quest'ultima norma prevede limitazioni soggettive per l'esercizio di servizi e attività di investimento che sono riservate a soggetti abilitati. Sulla scorta del combinato disposto di queste norme, la Consob parrebbe dunque in grado di poter inibire l'attività pubblicitaria in sé, anche se svolta da terzi, come *blogger* o *influencer*, quando riguardi prodotti o servizi offerti da soggetti non autorizzati<sup>84</sup>.

Insomma, la dimensione pubblicitaria (o, se si preferisce, commerciale) dell'informazione finanziaria diffusa dal *finfluencer* sembra assumere un rilievo di non poco momento – e anche l'attenzione prestata dalle Autorità diverse da quella di vigilanza sembra confermarlo – mercé la necessità, con riguardo a questo tipo di

---

<sup>81</sup> Per la dimostrazione dell'affermazione relativa all'applicabilità della disciplina richiamata nel testo all'*influencer* è possibile rinviare a F. TRUBIANI, *Influencer marketing: libertà della scelta di consumo nel mondo digitale*, in *Dir. inform.*, 2024, 385 ss., il quale, a proposito dell'applicazione della disciplina delle pratiche commerciali scorrette all'*influencer*, osserva criticamente: “sembra emergere, pertanto, una oggettiva difficoltà nell'applicare una normativa di chiaro stampo consumeristico, come quella delle pratiche commerciali scorrette originariamente ideata per il mercato *off-line*, all'ecosistema *on-line* digitale delle piattaforme che vivono di una loro specificità e, al cui interno, sorgono di continuo nuovi comportamenti sleali” (così a pag. 401).

<sup>82</sup> Cfr., segnatamente, il comunicato stampa dell'AGCM dell'11 giugno 2025: v., spec., il caso PS12815.

<sup>83</sup> Prima ancora, nell'“armamentario” dei poteri a disposizione della Consob, va considerato anche quanto previsto dall'art. 36, co. 2-*quaterdecies*, del d.l. n. 34/2019, che consente all'Autorità di ordinare ai “fornitori di connettività alla rete internet, ovvero ai gestori di altre reti telematiche o di telecomunicazione, o agli operatori che in relazione ad esse forniscono servizi telematici o di telecomunicazione” la “rimozione delle campagne pubblicitarie condotte attraverso le reti telematiche e di telecomunicazione, aventi ad oggetto servizi o attività di investimento prestati da chi non vi è abilitato”. Trattasi di un potere inibitorio (diretto) nei confronti delle piattaforme quanto alla rimozione dei contenuti pubblicitari non autorizzati.

<sup>84</sup> Così concludono L. MANSANI, M.L. FRANCESCHELLI, *I poteri della Consob di contrasto all'attività pubblicitaria di soggetti non autorizzati*, in *AGE*, 2024, 110.

informazioni più che ad altre<sup>85</sup>, di distinguere la promozione del prodotto o del servizio da quegli altri elementi informativi che potrebbero influenzare il mercato finanziario, conducendo ad abusi o manipolazioni (su cui *supra*).

## 9. IL RUOLO “MAIEUTICO” DELL’EDUCAZIONE FINANZIARIA.

Utile al fine appena considerato potrebbe essere proprio la diffusione tra gli investitori al dettaglio di un’adeguata educazione finanziaria, intesa non solo quale strumento di abbattimento delle barriere di accesso ai diversi servizi e prodotti finanziari, ma anche come “volano” per una loro effettiva utilizzabilità da parte dell’individuo/investitore nella conduzione della propria esistenza e nella partecipazione attiva alla vita economico-sociale<sup>86</sup>.

A livello normativo, è noto come l’art. 25 della citata legge capitali abbia modificato la disciplina relativa all’insegnamento scolastico dell’educazione civica, prevedendo, nello specifico, che l’educazione civica sviluppi, nelle istituzioni scolastiche, il *risparmio* e l’*investimento*, l’*educazione finanziaria e assicurativa*, la *pianificazione previdenziale*, “anche con riferimento all’utilizzo delle nuove tecnologie digitali di gestione del denaro”<sup>87</sup>.

Nonostante la genericità di simili riferimenti, l’alfabetizzazione finanziaria promossa tramite l’inclusione dell’educazione finanziaria nei programmi scolastici di educazione civica<sup>88</sup> è, certamente, una chiara indicazione della consapevolezza dei rischi che s’annidano in un approccio scorretto, soprattutto da parte dei più giovani, al segmento bancario e finanziario. Tuttavia, specialmente se si pensa al tema che stiamo trattando, affiora una necessità: i rischi a esso collegati dovrebbero essere affrontati, in ambito scolastico, da personale docente non solo avvezzo all’utilizzo delle piattaforme *social*, ma anche in possesso delle conoscenze relative ai prodotti finanziari che su quelle piattaforme vengono pubblicizzati.

Non a caso, è stato segnalato, nel commentare la recente novella, come la norma sembri limitarsi ad ampliare la sfera dei contenuti degli obiettivi formativi, mantenendo l’esiguità delle ore di educazione civica

---

<sup>85</sup> Anche in ragione dei valori meta-individuali (stabilità e integrità dei mercati finanziari, tutela del risparmio, sicurezza degli investimenti, concorrenza) che sono alla base dell’informazione finanziaria: su questi temi v. già V. ZENOVICH, *Profili di uno statuto dell’informazione economica e finanziaria*, in *Dir. inform.*, 2005, 929 ss.

<sup>86</sup> Interpreta così l’educazione finanziaria B. RUSSO, Sub art. 25, in *Legge capitali* (5 marzo 2024, n. 21). *Commentario*, a cura di G. Martina, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Torino, 2024, 307. A. DI DONATO, A. FENOGLIO, *Le misure in materia di educazione finanziaria della Legge Capitali* (art. 25), in *Giur. it.*, 2024, 2772 – 2773, aggiungono che “l’attenzione all’educazione finanziaria sta diventando un tema di grande interesse nella più ampia riflessione sui mercati finanziari, sulla scia degli studi di *behavioural law and economics*, interpretando in ottica giuridica le risultanze della psicologia applicata alle scienze economiche”.

<sup>87</sup> In concreto, nelle linee guida per l’insegnamento dell’educazione civica dell’anno scolastico 2024/2025, se si guardano i traguardi per lo sviluppo delle competenze e obiettivi specifici di apprendimento, s’indica (genericamente) l’analisi delle monete virtuali e quella del ruolo di banche, assicurazioni e intermediari finanziari, nonché le possibilità di finanziamento e investimento per valutarne opportunità e rischi.

<sup>88</sup> Si deve considerare altresì che la legge c.d. capitali ha modificato anche il comma 10 dell’art. 24-*bis* del d.l. n. 237/2016, che, in sintesi, ha rafforzato i poteri del Comitato per la programmazione e il coordinamento dell’attività di educazione finanziaria (Comitato Edufin), conferendogli il compito di approvare il piano triennale di attuazione della *Strategia nazionale per l’educazione finanziaria, assicurativa e previdenziale* adottato dal MEF d’intesa con il Ministero dell’Istruzione e del Merito. In quello varato per il triennio 2024 – 2026, mancano, per vero, riferimenti specifici al tema oggetto di trattazione o anche a quello più generale della *gamification*.

messe a disposizione nell'arco dell'anno scolastico e stabilendo (prima ancora) l'invarianza delle risorse finanziarie da dedicare alla (nuova) materia da trattare<sup>89</sup>. Con il serio rischio – è da aggiungere – di “annullare” i benefici che la misura potrebbe apportare ai giovani (e alla loro cultura finanziaria) e di lasciare, come conseguenza, che siano questi ultimi a informarsi da soli o, al più, proprio tramite i *finfluencers*.

Se così è, una (possibile) traccia delle iniziative da porre in essere per fare da “spinta gentile”<sup>90</sup> nei confronti delle scelte dei più giovani quando ricorrono alla consulenza dei *finfluencers* – e, al contempo, provare a costruire un contenuto minimo degli argomenti da trattare nell'ambito dei programmi di educazione finanziaria – potrebbe essere costituita da quelle (svariate) iniziative di educazione per investitori e finanziatori, nonché buone pratiche sia per i *finfluencers* sia per gli investitori, enunciate nel Rapporto finale IOSCO.

Nello specifico, tra le iniziative di educazione per gli investitori, possono segnalarsi, anche per un confronto comparato con le proposte adottate da altre Autorità, (i) la campagna dell'Autorità canadese di diffusione di video con persone che agivano come “*disclaimer* umani” al fine di mettere in discussione i comuni *posts* sui *social media* che promuovono la ricchezza facile, incoraggiando gli utenti a verificare le fonti di informazione<sup>91</sup>, e (ii) la pubblicazione di avvisi per gli investitori su specifici *influencers* o società sui *social media* e/o sui siti *web* allo scopo di mettere in guardia gli investitori sui rischi.

Tra le buone prassi suggerite alle Autorità di regolazione, possono, invece, segnalarsi, a mero titolo esemplificativo, lo sviluppo di materiale didattico per gli investitori in merito all'attività dei *finfluencers*, al fine di allertarli sui rischi insiti nell'attività di questi ultimi. Non pare casuale l'attenzione rivolta all'istituzione di politiche e procedure chiare per identificare, gestire e divulgare i conflitti d'interesse, anche per il profilo legato alla remunerazione (che conferma quanto si annotava *supra*).

In parallelo, tra le buone prassi per gli investitori, è da segnalare una forma di “responsabilizzazione” degli investitori medesimi: nel Rapporto finale IOSCO, si esortano questi ultimi a verificare se il *finfluencer* abbia ricevuto una qualche autorizzazione a fornire attività di consulenza in materia di investimenti o a fornire raccomandazioni finanziarie. In questa stessa logica, si invitano gli investitori/*followers* a diffidare dai *finfluencers* che forniscono consigli personalizzati, essendo, in tal caso, necessaria, per l'appunto, una conoscenza delle specifiche preferenze d'investimento.

D'interesse, infine, sono le avvertenze indirizzate (direttamente) agli investitori/*followers*; tra queste, (a) diffidare dai *finfluencers* che cercano di fare leva sul senso di urgenza e/o sulla necessità di agire immediatamente per il rischio di perdere un'opportunità di investimento; (b) evitare di prendere decisioni sulla base di quello che fanno gli altri (c.d. mentalità del gregge); (c) prestare accortezza nell'effettuare investimenti che promettono

---

<sup>89</sup> B. RUSSO, *op. cit.*, 301, la quale sottolinea come “resta dunque sullo sfondo il grosso tema dell'inadeguatezza e/o carenza di opportune conoscenze e modalità di svolgimento della materia trattata assolutamente trascurato nell'articolo che si commenta”. Dello stesso avviso A. DI DONATO, A. FENOGLIO, *op. cit.*, 2772.

<sup>90</sup> Termine che si utilizza nel senso proposto da R.H. THALER, C.R. SUNSTEIN, *Nudge. La spinta gentile. La nuova strategia per migliorare le nostre decisioni su denaro, salute, felicità*, ed. it., Milano, 2022.

<sup>91</sup> A quanto si riferisce nel Rapporto finale IOSCO, “the campaign reached more than 1.2 million Canadians, delivered more than 4.48 million impressions, and drove 145,000 link clicks to the CSA website, the highest number of clicks for any CSA campaign to date”.



l'assenza di rischi, in quanto, si sottolinea, tutti i prodotti di investimento comportano comunque una qualche forma di rischio.

Provando, allora, a sintetizzare il rapporto tra (adeguata) alfabetizzazione finanziaria e consulenza, anche in ambito *social*, la prima verrebbe ad assumere una funzione “maieutica” rispetto al *follower*/investitore, costituendo, com'è stato osservato<sup>92</sup>, il presupposto di ogni discorso, normativo ed economico, sul maggiore coinvolgimento della clientela *retail* nel mercato finanziario, inclusa la percezione dell'esigenza di un consulente e della sua selezione e, quand'è il momento, eventualmente della sua sostituzione. A patto che, tornando al punto dal quale eravamo partiti, la remunerazione dell'attività prestata venga percepita, dal *follower*/investitore, come normale e la relativa prestazione come onerosa (anche, semplicemente, avuto riguardo al rapporto tra *influencer* e chi commissiona la diffusione del messaggio: v. *supra*).

## **10. UNA PROPOSTA CIRCA IL (NUOVO) MODO D'INTENDERE L'INFORMAZIONE AL COSPETTO DEGLI *INFLUENCERS* FINANZIARI.**

In conclusione, si tenterà di ricondurre “a sistema” le suggestioni che la figura esaminata ispira.

Il dato certo è che i *finfluencers* – è il caso di dire – influenzano i singoli, ma è ancora da approfondire se, con le proprie raccomandazioni non personalizzate, si spingano al punto di influenzare il mercato finanziario o una parte di esso, attesa anche la dimensione del fenomeno considerato. Se la risposta fosse, come sembra, affermativa, l'interrogativo (ulteriore) consisterebbe nel valutare se sia necessario un cambio di paradigma a livello del modo di concepire l'informazione (e il suo ruolo) all'interno dei mercati finanziari<sup>93</sup>.

I dati e/o le informazioni diffuse dai *finfluencers* potrebbero essere, in effetti, non particolarmente meditati, talora interessati o, in alcuni casi (più gravi), deliberatamente falsi, sicché è da comprendere se il tradizionale approccio all'informazione nei mercati finanziari sia in grado di rispondere a questo (nuovo) tipo di informazioni e/o dati presenti sul mercato. L'impressione – maturata nel corso dell'indagine – sembrerebbe essere quella di una progressiva frammentazione dell'offerta di prodotti e servizi finanziari mercé la diffusione della stessa sulle piattaforme *social*, con il “depotenziamento” (o, forse, superamento) dei *contenuti* e dei *modi* tradizionalmente adoperati nel prestare l'informazione in favore dell'investitore.

Sotto questo profilo, può considerarsi concorde la riflessione condotta a proposito della necessità – di fronte all'utilizzo dei canali digitali e alle esigenze delle nuove generazioni – di spostare, in tema di informazione finanziaria, l'attenzione dall'adeguatezza sostanziale a quella formale dei flussi informativi forniti al consumatore

---

<sup>92</sup> Cfr. G. DESIDERIO, *Il servizio di consulenza in materia di investimenti: prospettive di riforma e criticità nella Retail Investment Union*, in *Riv. dir. bancario*, 2025, 103.

<sup>93</sup> Sul ruolo dell'informazione nei mercati finanziari v., senza pretesa alcuna di esaustività e oltre ai riferimenti bibliografici già citati, i contributi di: A. PERRONE, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, spec. 1 ss.; M. MESSORI, *Informazione e mercati finanziari*, in *AGE*, 2006, 203 ss.; F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, spec. 41 ss.; R. NATOLI, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, spec. 5 ss.; A. ZOPPINI, *Eccesso di informazione e tutela degli investitori*, in *Quaderni giuridici. Atti dei seminari celebrativi per i 40 anni dall'istituzione della Consob*, a cura di G. Mollo, 2015, 257 ss.



digitale<sup>94</sup>. Anche sulla scorta di recenti innovazioni normative, si sostiene che un’informativa ben progettata e graficamente rappresentata, specialmente nella fase pubblicitaria e precontrattuale, potrebbe divenire uno strumento di inclusione delle generazioni più giovani nel mondo dei servizi finanziari<sup>95</sup>. In altri termini, l’adeguatezza del flusso informativo non sarebbe tale se non accompagnata dall’adeguatezza del *design* informativo anche rispetto al singolo *device* di accesso al servizio.

In questa prospettiva, concentrandoci sul nostro tema, ci si dovrebbe chiedere se, per esempio, la somministrazione – anche a voler prescindere dalla modalità in cui venga fatta – al *follower*/investitore di un *set* di informazioni in ordine, a tacer d’altro, ai rischi collegati all’investimento sia lo strumento più adeguato a porlo al corrente dei rischi stessi, nella consapevolezza – per quello che si diceva dianzi – del *deficit* soggettivo che potrebbe intaccare proprio chi quelle informazioni è chiamato a somministrare. E, ancora, oggetto di valutazione dovrebbe essere l’adeguatezza (sostanziale) dell’approccio tradizionale all’informazione dell’investitore al cospetto di piattaforme *social* che si caratterizzano per l’immediatezza dello scambio di interazioni.

Riprendendo la suggestione prima riassunta, la veste formale del profilo *social* del *finfluencer* oppure del singolo frammento della vita (pure *social*) di quest’ultimo (*story*, *reel* o altro), opportunamente progettata graficamente, potrebbe rappresentare il viatico per diffondere le informazioni – perlomeno, quelle più rilevanti – necessarie ai fini della decisione d’investimento da parte del *follower*. Con un’avvertenza: non si tratta, grazie a questi (o altri possibili) accorgimenti, di “orientare” le scelte d’investimento dei *followers* tramite l’“autenticità” della vita *social* del *finfluencer* (che s’appalesa, piuttosto, come una “costruzione industriale”), bensì di assicurare, specie nel frammento sezionale di operatività dell’*influencer* che stiamo considerando, un *level playing field* reso possibile, per l’appunto, dalla *trasparenza* nella circolazione delle informazioni<sup>96</sup>.

Insomma, molto della risposta all’interrogativo sulla necessità di adeguare l’assetto informativo del mercato finanziario alle nuove tecnologie e ai nuovi soggetti che lo popolano dipende dalla capacità del sistema finanziario di dimostrarsi autenticamente resiliente e capace di inglobare questo cambio di paradigma, nella consapevolezza che l’educazione finanziaria – cui deve riconoscersi, come detto, un ruolo cruciale nella materia – può, al più, intervenire sui soggetti (e che, in astratto, potrebbe toccare anche il *finfluencer*), ma lascia irrisolto il suo antecedente che riguarda, per l’appunto, il *contenuto* e il *modo* di diffondere l’informazione (finanziaria).

---

<sup>94</sup> Il riferimento è, partitamente, al recente studio di M.T. PARACAMPO, *Informazione finanziaria e “nativi” digitali. Considerazioni sparse sullo scenario normativo alla prova del ricambio generazionale*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2025, 201 ss. In precedenza, cenni al ruolo dell’informazione (e dell’educazione finanziaria) nei confronti dei più giovani si trovano anche in M. COSSU, *Dalle scelte di investimento dei Post-Millennials, e del difficile rapporto tra analfabetismo finanziario e finanza sostenibile*, in *Riv. soc.*, 2021, 1259, la quale osserva come “la circolazione corretta delle informazioni relative ai prodotti finanziari e ai conflitti di interesse, e la corretta esecuzione dei servizi di investimento, potrebbe non bastare, dunque, a proteggere gli interessi degli investitori quando questi non siano efficacemente educati, e quando i loro *bias* cognitivi non siano stati superati”.

<sup>95</sup> In particolare, M.T. PARACAMPO, *op. ult. cit.*, 212 ss., richiama la direttiva (UE) 2023/2025 relativa ai contratti di credito ai consumatori (CCD2) e la direttiva 2023/2673 relativa ai contratti di servizi finanziari conclusi a distanza (DSF2): “le nuove connotazioni distintive favoriscono per un verso l’impatto visivo, puntando nella CCD 2 alla ‘visualizzazione a colpo d’occhio’ e alla leggibilità delle informazioni (...), per altro verso una riorganizzazione e conseguente semplificazione del flusso informativo, reso maggiormente fruibile anche nella DSF 2 con l’introduzione dell’informazione per strati o stratificata” (virgolettato dell’A.).

<sup>96</sup> La distinzione tra autenticità e trasparenza nell’attività del *finfluencer* è colta pure da E. HUND, *op. cit.*, 166 ss.

# PREDICTIVE MODELS AND SMEs

**Illa Sabbatelli**

## Predictive models and SMEs (\*) (\*\*)

### *(Modelli predittivi e PMI)*

Illa Sabbatelli

Professoressa Ordinaria in Diritto dell'economia presso l'Università telematica San Raffaele Roma

#### **ABSTRACT [En]:**

The article explores the legal relevance of algorithmic predictive models based on artificial intelligence within the preventive framework of modern insolvency law, with particular reference to small and medium-sized enterprises. It analyses how predictive analytics may support directors' duties concerning organisational adequacy, early detection of financial distress, and business continuity under Directive (EU) 2019/1023 and its Italian implementation. The contribution examines implications for corporate governance and directors' liability, highlighting both the potential and the limits of algorithmic tools, especially in relation to transparency, accountability, and the preservation of human discretion.

**Keywords:** algorithmic predictive models; corporate crisis prevention; artificial intelligence and insolvency law; directors' duties and liability; adequate organisational structures; business continuity; small and medium-sized enterprises.

#### **ABSTRACT [It]:**

L'articolo esamina la rilevanza giuridica dei modelli predittivi algoritmici basati sull'intelligenza artificiale nell'ambito del diritto della crisi d'impresa, con particolare riferimento alle piccole e medie imprese. Esso analizza in che modo le tecniche di analisi predittive possano supportare gli amministratori in materia di adeguatezza, assetti organizzativi, emersione tempestiva dello stato di difficoltà finanziaria e continuità aziendale, alla luce della direttiva (UE) 2019/1023 e della sua attuazione nell'ordinamento italiano. Il contributo approfondisce le implicazioni per la corporate governance e per la responsabilità degli amministratori, mettendo in evidenza tanto le potenzialità quanto i limiti degli strumenti algoritmici, in particolare con riguardo ai profili di trasparenza, responsabilità e salvaguardia della discrezionalità umana.

**Parole chiave:** modelli predittivi algoritmici; prevenzione della crisi d'impresa; intelligenza artificiale e diritto della crisi; doveri e responsabilità degli amministratori; assetti organizzativi adeguati; continuità aziendale; piccole e medie imprese.

**SOMMARIO: 1. The culture of prevention. – 2. The duty to ensure adequate organizational structures. – 3. Predictive analysis and business continuity. – 4. Algorithmic Predictive Models and SMEs.**

## **1. THE CULTURE OF PREVENTION.**

This contribution aims to examine how predictive models based on artificial intelligence may help reshape the framework of corporate crisis-management tools, reinforcing the trend—now firmly embedded within both the European and national regulatory landscapes—towards a “legal culture of prevention.”<sup>1</sup> As is well known, in recent years insolvency law has undergone a profound and structural evolution: from a discipline primarily focused on liquidation and the management of manifest insolvency, it has progressively transformed into a system of rules aimed at preventing financial distress and preserving business continuity, in a broader perspective of market efficiency<sup>2</sup>. In essence, the shift has been from reaction to prediction, thereby fostering a system grounded in principles of responsibility and timeliness even during the physiological phase of a company’s “life,” and moving back—compared to the past—the moment at which corporate distress becomes legally relevant. Insolvency law, therefore, no longer confines itself to regulating the pathological phase of insolvency, but is enriched with elements marked by a proactive, forward-looking perspective.

The most significant milestone in this process is undoubtedly the adoption of the Insolvency Directive (EU) 2019/1023<sup>3</sup>, which lies within the broader framework of EU policies aimed at strengthening the internal market, with the specific objective of promoting an early and efficient management of entrepreneurial difficulties

---

\*Il contributo è stato approvato dai revisori.

\*\*This contribution has been prepared within the framework of the PRIN 2020 Project – 20209F3A37 – “Sustainable modelling of materials, structures and urban spaces, including economic and legal implications”, and is intended for studies in honor of Antonella Antonucci.

<sup>1</sup> Closely connected to the “culture of prevention” is the method of “risk management,” which permeates certain regulatory frameworks. By way of example, a system clearly aimed at prevention is that of the “organisational models” provided for under Legislative Decree No. 231/2001. M.R. AMODIO *La cultura della prevenzione nel diritto amministrativo. Dai modelli organizzativi ex D.Lgs. n. 231/2001 e ss.mm.ii. al rating di legalità. La codificazione normativa e l'interpretazione della giurisprudenza*, in *Il diritto amministrativo*, 9/2025, 2, available online.

<sup>2</sup> On the interrelations between the efficiency of corporate crisis management procedures and economic development, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, 314; D. SICLARI, *Codice della crisi di impresa ed efficienza dei mercati: la "relative priority rule" dopo la Direttiva (UE) 2019/1023*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 1s/2024, 109 ss.

<sup>3</sup> The literature on the subject is extensive, v. L. PANZANI, *La proposta di Direttiva della Commissione UE: early warning, ristrutturazione e seconda chance*, in *Fallimento*, 2/2017, 129 ss.; L. STANGHELLINI, *La proposta di Direttiva UE in materia di insolvenza*, in *Il fallimento*, 2017, 873 ss.; S. PACCHI *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2019/1023*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 6/2019, 1259 ss.; P. PIAZZA, *La proposta di direttiva UE in materia di insolvenza e le forme di autotutela della controparte "in bonis"* in *Giurisprudenza commerciale* 4/2018, 691 ss.; S. BIANCONI, *The European Directive on preventive restructuring and the new Italian Insolvency Code*, in *Bancaria*, 9/2019, 57 ss.; F. VELLA, *La prima direttiva europea su ristrutturazione e insolvenza*, in *Il foro italiano* 10/2019, p. 423 ss.; S. FRASCAROLI, *Note critiche sui piani attestati tra nuove opportunità, Direttiva UE 2019/1023 e inadeguatezza del Codice della crisi*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5/2020, 990 ss.; M. ROSSI, *Profili e problemi dell'esdebitazione dell'imprenditore commerciale insolvente "durante" la procedura di liquidazione giudiziale: l'occasione mancata del recepimento della Direttiva (UE) 2019/1023*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1/2023, 16 ss.

<sup>4</sup>. The aforementioned measure incorporates the preventive principles that had previously been articulated in the banking sector by the BRRD (Directive 2014/59/EU)<sup>5</sup> and later reaffirmed in the proposed reform of the current EU regulatory framework for bank crisis management and deposit insurance (CMDI)<sup>6</sup>. As a result of this complex evolutionary trajectory, the regulatory framework governing the crisis of commercial enterprises has, in terms of the interests protected, drawn closer to that applicable to banking distress. On the one hand, it assigns significant weight to the timely detection of corporate crisis, and on the other, it abandons the “exclusive and overarching consideration of creditors’ interests in corporate insolvency”<sup>7</sup>.

As is well known, the Insolvency Directive was transposed by the Italian legislature through Legislative Decree No. 83/2022<sup>8</sup>, a measure that significantly amended Legislative Decree No. 14/2019, the Business Crisis and Insolvency Code (CCII)<sup>9</sup>. The transposing decree has outlined a regulatory framework different from the past, whereby, unlike *insolvency*, which represents a degenerative state of the enterprise’s financial situation and

---

<sup>4</sup> It is worth recalling the Proposal for a Directive of 7 December 2022 (2022/0408 (COD)), which aims to encourage cross-border investment within the single market through targeted harmonisation of insolvency procedures, v. P. DE CESARI, *La Proposta di direttiva sull’armonizzazione di taluni aspetti del diritto dell’insolvenza, riflessi sul Codice della crisi in Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 5/2023, 581 ss.; A. BASSI, *Brevi note sulla Proposta di Direttiva UE 7.12.2022 che armonizza “taluni aspetti del diritto in materia di insolvenza”* in *Giurisprudenza commerciale*, 2/2024, 244 ss.; S. FORTUNATO, *La revocatoria concorsuale nella proposta di Direttiva Unionale del 7 dicembre 2022*, in *Giurisprudenza commerciale*, 6/2024, 1107 ss.; E. RICCIARDIELLO, *Azione revocatoria: appunti a margine della proposta di Direttiva “Insolvency II”*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1/2025, 89 ss.

<sup>5</sup> The regulatory framework governing banking crises is laid down in Directive 2014/59/EU (the BRRD) and in Regulation (EU) No 806/2014 (the SRMR), as subsequently amended by Directive (EU) 2019/879 (BRRD II) and Regulation (EU) 2019/877 (SRMR II). V. TROIANO, A. SACCO GINEVRI, *The “preparation” function in the new banking legislative framework*, in *Open Review Of Management, Banking And Finance*, 2016, 2 ss.; F. CAPRIGLIONE, *La nuova gestione delle crisi bancarie tra complessità normativa e logiche di mercato*, in *Rivista trimestrale di diritto dell’economia*, 2017, 102 ss.; B. INZITARI, *Brrd, “bail in”, risoluzione della banca in dissesto, condivisione concorsuale delle perdite (d.lgs. n. 180 del 2015)*, in *Giustizia civile*, 1/2017, 197; D. ROSSANO, *La nuova regolazione delle crisi bancarie*, Turin, 2017, 13 ss.; S. MACCARONE, *La gestione delle crisi (i profili innovativi)*, in A. BROZZETTI (edited by), *L’ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, Bologna, 2022, 100 ss.; O. CAPOLINO, *Prevenzione e gestione delle crisi bancarie nell’ordinamento italiano*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della banca d’Italia* n. 95, 2023, 45 ss.

<sup>6</sup> Reference is made to the Commission Proposal of 18 April 2023 (2023/0112 (COD)), available on the website [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int); M. RISPOLI FARINA, *La proposta europea di riforma dell’attuale quadro normativo in materia di gestione delle crisi bancarie e sistemi di tutela dei depositi. Luci ed ombre della riforma*, in *Innovazione e diritto*, 3/2023, 1 ss.; A. PERRAZZELLI, *Deposit insurance and crisis management: the current landscape and the way forward*, 79th EXCO Week of the International Association of Deposit Insurers (IADI), Roma, 13 June 2024, available online.

<sup>7</sup> A. SACCO GINEVRI, *La prevenzione delle crisi*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d’Italia* n. 99. *A 30 anni dal Testo unico bancario (1993-2023): The Test of Time*, 2024, 307, available online.

<sup>8</sup> F. LAMANNA, *Il codice della crisi e dell’insolvenza dopo il secondo correttivo*, Milano, 2022.

<sup>9</sup> The literature on the Code of Corporate Crisis and Insolvency and on its various corrective measures is extensive, M. BIANCA, *Crisi e rinegoziazione dei contratti tra diritto emergenziale e codice della crisi. Prime riflessioni*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 3/2022, 889 ss.; R. FAVA, *L’iniziativa dei creditori nella ristrutturazione dell’impresa in crisi fra passato, presente e futuro*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 1/2022, 33 ss.; V. MINERVINI, *La nuova “composizione negoziata” alla luce della direttiva “insolvency”. Linee evolutive (extracodicistiche) dell’ordinamento concorsuale italiano*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2/2022, 251-281; S. PACCHI, *L’allerta tra la reticenza dell’imprenditore e l’opportunismo del creditore: dal Codice della crisi alla composizione negoziata*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 3-4/2022, 1, 501 ss.; M. SPIOTTA, *Le “azioni di massa” dopo il d.lgs. n. 83/2022: un aggiornamento del catalogo o un ripensamento del significato del sintagma?*, in *Judicium*, 3/2022, 317 ss.; N. USAI, *Fattibilità del piano e governo dell’incertezza negli strumenti a supporto della continuità aziendale*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5/2024, 834 ss.; A. NIGRO, *Qualità della legislazione e Codice della crisi: considerazioni critiche e qualche puntualizzazione in tema di strumenti di regolazione della crisi e dell’insolvenza delle società*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1/2025, 3 ss.

whose occurrence is physiologically accompanied by its dissolution, “crisis constitutes a prodromal stage of distress, and its prompt detection may allow the enterprise to recover business continuity”<sup>10</sup>.

Among the principal innovations introduced by the Directive, Article 3 assumes particular significance for the purposes of the present analysis, as it imposed on Member States the obligation to ensure that entrepreneurs and directors may access “early warning tools” that are “clear and transparent” and capable of identifying situations that could give rise to a “likelihood of insolvency”. These elements were taken up by Article 3 of the CCII, which established the obligation for enterprises to adopt measures suitable for the timely detection of the state of crisis and to take without delay the initiatives necessary to address it, identifying quantitative-monetary indicators to intercept the crisis. This mandatory conduct is imposed both on the individual entrepreneur and on the corporate entrepreneur, the latter being further burdened with the duty to establish an adequate organisational, administrative, and accounting structure pursuant to Article 2086 of the Civil Code, to which the provision expressly refers. Another important regulatory element is set out in Article 25-*octies* of the CCII, which identified corporate supervisory bodies and statutory auditors as the recipients of a series of early-warning obligations, including that of notifying the administrative body of the existence of the conditions for submitting the application for access to the negotiated settlement procedure under Article 17 CCII. From the combined provisions of these two norms, it follows that the board of statutory auditors and the auditors are required to report the existence of conditions of patrimonial or economic-financial imbalance that render the crisis or insolvency of the enterprise likely, exercising a preventive and proactive function<sup>11</sup>.

These are measures conceived as means of operational and legal support, aimed at directing the enterprise towards negotiated solutions, thereby avoiding the late and often ineffective intervention typical of liquidation procedures, in a perspective of increasing efficiency and competition. Under this latter aspect, it is indeed well known that “exit from the market constitutes—together with entry—a significant channel for ensuring an efficient turnover of enterprises”<sup>12</sup>.

## 2. THE DUTY TO ENSURE ADEQUATE ORGANIZATIONAL STRUCTURES

In light of the foregoing considerations, it becomes apparent that the value—and in substance the challenge posed by the aforementioned regulatory framework—is the preservation of business continuity<sup>13</sup>, a concept which represents an objective whose attainment requires precise rules both for the selection and

---

<sup>10</sup> A. SACCO GINEVRI, *La prevenzione delle crisi*, op. cit., 308; P. DE GIOIA CARABELLESE, *Insolvenza e strumenti di risoluzione bancaria: convergenze e parallelismi* in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 2/2020, 338 ss.

<sup>11</sup> E. FUSCO, *L'amministrazione e i controlli per la prevenzione della crisi. L'adeguatezza delle misure e degli assetti in funzione della rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*, in *Giustizia civile*, 3/2024, 56.

<sup>12</sup> M. BIANCO, S. GIACOMELLI, G. RODANO, *Concorrenza e regolamentazione in Italia*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers) della Banca d'Italia n. 123*, 2012, 18, available online.

<sup>13</sup> A. MAFFEI ALBERTI, *L'interesse dei creditori e la continuazione dell'attività nel codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza: un'analisi trasversale*, in S. AMBROSINI (edited by), *Aspetti aziendali, crisi di impresa, responsabilità della banca*, 2023, Milano, 81 ss.; M. ONZA, “Gestione sostenibile” dell'impresa, “adeguati assetti” e (una annotazione su) “interesse sociale”: spunti di riflessione, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2023, available online.

balancing of the numerous and diverse interests expressed by the enterprise, and for identifying timely interventions<sup>14</sup>. From this derives the rationale for the expansion, compared with the past, of the significance attributed to the obligation set forth in Article 2086 of the Civil Code for directors to adopt organisational, administrative, and accounting structures adequate to the nature and size of the enterprise, also for the purpose of the timely detection of the crisis and of the loss of business continuity<sup>15</sup>. The provision,<sup>16</sup>, reformulated with the addition of the second paragraph in 2019<sup>17</sup>, in conjunction with the obligations laid down in Article 3 of the CCII, generates a further evolution in terms of its objectives and becomes the fulcrum of the regulatory framework on prevention<sup>18</sup>.

In essence, the adequacy of the organisational structures constitutes the legal parameter for assessing the diligence of the administrative body, no longer only with regard to the formal correctness of management, but also—and above all—with regard to its forecasting and anticipatory capacity in relation to situations of difficulty. The correlation between adequate organisational structures and early warning thus constitutes the *leitmotiv* of the reform.

It thus becomes clear that the legislature requires the enterprise and its governance to operate with a forward-looking approach<sup>19</sup>, a mode that entails the planning of the crisis through the identification of measures to address it, with priority attention to financial dynamics. This has brought about a sort of “cultural revolution”<sup>20</sup> within the firm and the consequent need to identify a governance structure that is rationally and functionally organised<sup>21</sup>, capable not only of achieving positive managerial outcomes, but also of preventing imbalances of various kinds by enabling the prompt adoption of appropriate corrective measures. Organisational arrangements — understood as both structural aspects and operational mechanisms — thus become early warning systems in themselves, a circumstance that entails the need for reskilling within the firm and for careful planning of future

---

<sup>14</sup> M. BIANCA, *Le norme positive ed i concetti in tema di assetti organizzativi, dell'impresa prima della riforma dell'art. 2086 c.c.*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa, Quaderni della Scuola Superiore della Magistratura*, 18/2022, 83 ss. available on line.

<sup>15</sup> In the banking sector, G. MEO, *Prevenzione e difesa della continuità nella speciale disciplina della crisi della banca*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2021, 399 ss.

<sup>16</sup> S. FORTUNATO, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, op. cit., 952; R. RORDORF, *La responsabilità degli organi di società alla luce del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Rivista delle società*, 5-6/2019, 929; S. AMBROSINI, *Assetti adeguati e «ibridazione» del modello s.r.l. nel quadro normativo riformato*, in M. IRRERA (edited by), *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del codice della Crisi, Studi in onore di Oreste Cagnasso*, Turin, 2020, 433; P. BASTIA, *Gli adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili nelle imprese: criteri di progettazione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2021, reperibile online.

<sup>17</sup> The amendment was introduced by Article 375 of Legislative Decree No. 14 of 12 January 2019 (the Code of Corporate Crisis and Insolvency). N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d'impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, in *Le società*, 4/2019, 394.

<sup>18</sup> E. BASTIA, P. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: Tra principi generali e scienza aziendale*, in *Banca impresa società*, 3/ 2020, 359 ss. By contrast, critical is the position of M. S. SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 c.c. (con una postilla sul ruolo dei soci)*, in *Rivista delle società*, 2-3/2019, 253.

<sup>19</sup> M. PERRINO, *Adeguatezza "organizzativa", "amministrativa" e "contabile" e doveri dell'"imprenditore". Declinazioni dell'adeguatezza come "dovere"*, in *Rivista di diritto societario*, 1/2025, 14.

<sup>20</sup> M. E. CHIARI, *Adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili: riflessioni sugli aspetti applicativi della norma*, in *Diritto della crisi*, 24 february 2024, 21, available online.

<sup>21</sup> G. MERUZZI, *L'adeguatezza degli assetti*, in M. IRRERA (edited by), *Assetti adeguati e modelli organizzativi, cit.*, which emphasises the impact of such a duty on the freedom of economic initiative guaranteed by Article 41 of the Constitution.

scenarios<sup>22</sup>. In this new process, all the structures of the company are involved: the board of directors, the board of statutory auditors<sup>23</sup>, second- and third-level control bodies, as well as operational management<sup>24</sup>.

The issue is too broad to be addressed in this context; suffice it to observe that adequacy, as the object of the duty of care incumbent upon corporate bodies<sup>25</sup>, is a “dynamic” concept, constantly evolving, which entails the ability to adjust over time the design and implementation of organisational arrangements, from the perspective—relevant here—of prevention. Such a process of alignment must be carried out through the analysis of various factors, both endogenous and exogenous to the firm, such as the company’s performance and managerial risk profile, changes in the market, and, above all, the emergence of new risks. All this is accompanied by the corollary of assigning creditors the role of reporting potential critical issues and defaults<sup>26</sup> while attributing to directors the legal responsibility for the choices made<sup>27</sup>. From the latter perspective highlighted above, this results in a profound reappraisal of the legal position of the entrepreneur and of the directors, whose conduct is assessed not only with regard to the actions carried out during the now pathological phase of the firm, but also in the preceding one. Indeed, by virtue of the close interconnection between the objectives of timely detection and prompt intervention set forth in Article 2086(2) of the Italian Civil Code<sup>28</sup>, governance is also—if not primarily—<sup>29</sup> measured by its capacity to design and select organisational arrangements and instruments that are adequate to promptly identify signals of crisis<sup>30</sup>, and to react in a consistent and effective manner<sup>31</sup>. The regulatory paradigm identifies adequacy as an objective and prescriptive quality of corporate arrangements, understood as their specific suitability to achieve the objectives of business sustainability and the timely detection

---

<sup>22</sup> P. BASTIA, E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi*, cit., 360.

<sup>23</sup> P. MONTALENTI, *La società quotata*, in G. COTTINO (edited by), *Trattato di Diritto commerciale*, Padova, 2004, 265.

<sup>24</sup> S. FORTUNATO, *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi Organizational structures and business crisis: a summary*, in *Orizzonti di diritto commerciale*, 2/2021, 549.

<sup>25</sup> The fact that it constitutes, in itself, a statutory obligation of a generic nature involving all directors necessarily raises an issue of ex post qualification of the conduct of the management bodies in the context of the liability actions that may be brought, M. BASTIA, E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi*, cit., 374.

<sup>26</sup> S. PACCHI, *La ristrutturazione dell'impresa come strumento per la continuità nella Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio 2019/1023*, op. cit., 1259 ss.

<sup>27</sup> S. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori*, in N. ABRIANI, S. AMBROSINI, O. CAGNASSO, P. MONTALENTI (a cura di), *Le società per azioni in Trattato di diritto commerciale*, IV, Padova, 2010, 664.

<sup>28</sup> The new wording of the heading of Article 2086 of the Italian Civil Code, changed from “Direction and hierarchy of the undertaking” to “Management of the undertaking,” highlights the legislature’s intention to address the issue of adequate organisational arrangements through the adoption of a business-economic approach, M. PERRINO, *Adeguatezza "organizzativa", "amministrativa" e "contabile" e doveri dell' "imprenditore"*, op. cit., 2.

<sup>29</sup> V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiuse all'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2006, 5; E. BOCCHINI, *Lo statuto informativo della crisi dell'impresa nelle società*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2/2025, 206 ss.

<sup>30</sup> P. MONTALENTI, *I doveri degli amministratori, degli organi di controllo e della società di revisione nella fase di emersione della crisi*, in *Diritto societario e crisi d'impresa*, 2014, 43.

<sup>31</sup> On the thesis according to which the planning of corporate crisis, insofar as it entails not only changes in the risk conditions borne by shareholders but also modifications to the capital structure, should, under certain conditions, give rise to the formal involvement of shareholders. M. BASTIA, E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi*, cit., 371; M. PERRINO, *Adeguatezza "organizzativa", "amministrativa" e "contabile" e doveri dell' "imprenditore"*, cit., 38.



of crisis. Although it has long been maintained that, save for specific provisions applicable to particular sectors, in companies governed by general company law the duties relating to the adequacy of organisational arrangements retain a fundamentally generic content, it nonetheless appears that a process of progressive substantive specification is underway<sup>32</sup>. The above-mentioned framework entails repercussions for both entrepreneurs and directors, limiting their discretion and, conversely, increasing the reviewability of their conduct<sup>33</sup>. The forecasting of crisis, from being a merely technical activity, has become a mandatory<sup>34</sup>, course of conduct grounded in statutory obligations and subject to judicial assessment. It is precisely the aforementioned specific nature of such provisions that has led part of the legal scholarship<sup>35</sup> – albeit not without opposing views<sup>36</sup> – to maintain that the duty of directors to equip the company with an organisational structure and procedures capable of enabling an early diagnosis of business crisis does not benefit from the principle of non-reviewability of managerial decisions<sup>37</sup> (the so-called business judgment rule)<sup>38</sup>. All this is subject, as a preliminary condition<sup>39</sup>, to the verification of the correctness of the method and of the procedural path through which decisions are taken by the directors, starting from the prior diligent acquisition of the information necessary for decision-

---

<sup>32</sup> This shift in the regulatory framework has certainly also been influenced by the elaborations of the professional community, which complement and integrate the relevant reference framework. It is worth recalling, in this respect, that indications of adequacy understood as suitability to achieve a given outcome derive from the *Standards of Conduct of the Board of Statutory Auditors* issued by the CNDC for both listed and unlisted companies, according to which an organisational structure “may be defined as adequate when it is capable of ensuring the performance—efficiently and effectively—of corporate functions.” Reference should also be made to a recent research document published by the National Council of Chartered Accountants and Accounting Experts and by the National Foundation for Accountants’ Research, entitled “Organisational, administrative and accounting arrangements”. D. MORO, *Premessa*, in *CNDCEC e Fondazione Nazionale dei Commercialisti, Assetti organizzativi, amministrativi e contabili: profili civilistici e aziendalistici*, 3, available online.

<sup>33</sup> V. BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull’art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2006, 5; P. MONTALENTI, *Diritto dell’impresa in crisi, diritto societario concorsuale, diritto societario della crisi: appunti*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2018, 78 ss.

<sup>34</sup> On the duties of the entrepreneur and of directors, C. AMATUCCI, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e Business Judgment Rule*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2016, 645. On the distinction between the “management of the undertaking” and the “administration of the company”, C. ANGELICI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Rivista di diritto societario*, 2020, 10; A. MIRONE, *Assetti organizzativi, riparti di competenze e modelli di amministrazione: appunti alla luce del “decreto correttivo” al Codice della crisi e dell’insolvenza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2022, 183 ss.

<sup>35</sup> V. CALANDRA BUONAURA, *Corretta amministrazione e adeguatezza*, cit., 445; M. PERRINO, *Adeguatezza “organizzativa”, “amministrativa” e “contabile” e doveri dell’imprenditore*, cit., 39.

<sup>36</sup> The issue is highly debated: E. GINEVRA, C. PRESCIANI, *Il dovere di istituire assetti adeguati ex art. 2086 c.c.*, in *Nuove leggi civili commentate*, 2019, 1237; M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2021, 428; L. BIANCHI, *Key manager e gestione dell’impresa: appunti per una futura ricerca*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 639.

<sup>37</sup> M. BIANCA, *Le norme positive ed i concetti in tema di assetti organizzativi dell’impresa prima della riforma dell’art. 2086 c.c.*, cit., 83.

<sup>38</sup> A. BARTANENA, *Assetti organizzativi e business judgment rule*, in *Società*, 2020, 1346 ss.; M. IRRERA, *Adeguatezza degli assetti organizzativi tra correttezza e business judgment rule*, in P. MONTALENTI, M. NOTARI (a cura di), *Crisi d’impresa. Prevenzione e gestione dei rischi: nuovo codice e nuova cultura. Atti del convegno Courmayeur, 20-21 settembre 2019*, Milano, 2021, 81 ss.; V. DI CATALDO, D. ARCIDIACONO, *Decisioni organizzative, dimensioni dell’impresa e business judgment rule*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2021, 69 ss.; L. BENEDETTI, *L’applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, 413 ss. On the limits of directors’ discretion in the organisation of the undertaking and on the interference, also in this respect, of the business judgment rule, M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell’organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2021, 7.

<sup>39</sup> N. ABRIANI, A. ROSSI, *Nuova disciplina della crisi d’impresa e modificazioni del codice civile: prime letture*, cit., 396.

making<sup>40</sup>. According to this line of interpretation, in essence, the business judgment rule—developed and consolidated with specific reference to the entrepreneurial decisions of directors—would not also apply to the organisational choices made by the latter. The case law adhering to this view thus identifies directors’ liability where they entirely fail to put in place any organisational structure whatsoever, remaining inert in the face of signals indicative of a situation of crisis or pre-crisis, while excluding liability for those directors who have instead adopted organisational measures which, on an ex ante assessment, proved adequate to ensure the timely detection of the loss of going concern. At the same time, the aforementioned judicial practice excludes liability for those directors who, having timely detected—precisely by virtue of the organisational structure put in place—the loss of going concern, undertake measures which, although subsequently proving ineffective in preventing the worsening of the crisis, cannot—again on the basis of an ex ante assessment—be regarded as manifestly irrational or unjustified.<sup>41</sup> Conversely, there is another line of case law according to which the business judgment rule may also apply to the organisational choices made by directors, on the assumption that the establishment of an organisational structure does not constitute the object of an “obligation with a specific content, but rather of an obligation whose content is not predetermined”<sup>42</sup>. In essence, the organisational function is framed within the broader sphere of corporate management, indeed falling within the category of strategic decisions, and must therefore necessarily be exercised by employing “an irreducible margin of discretion”<sup>43</sup>.

### 3. PREDICTIVE ANALYSIS AND BUSINESS CONTINUITY.

From the foregoing analysis it emerges that a new risk profile, that of insolvency,<sup>44</sup> has become institutionalised, together with the introduction of a probabilistic concept of its occurrence. Once the aforementioned complex safeguarding activity carried out by the entrepreneur and the administrative body<sup>45</sup>—under the supervision of the control bodies—is taken into account, it becomes apparent that the objective of neutralising such risk requires it to be anticipated on the basis of appropriate parameters and revealing indicators.<sup>46</sup> Hence the need for particularly efficient monitoring and information flows, as well as for tools both for the measurement and generation of data and for the communication of such data to qualified stakeholders

---

<sup>40</sup> M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2021, 428; G. SCOGNAMIGLIO, *Genesi e fondamento dell'art. 2086, comma 2, c.c.*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa*, 2022, 63.

<sup>41</sup> Tribunal of Milan, 21 October 2019, in *Società*, 2020, p. 990 ss., with an annotation by I. CAPELLI, in *Giur. it.*, 2020, p. 363 ss., with an annotation by O. CAGNASSO; Tribunal of Cagliari, 19 January 2022, in *Società*, 2022, p. 1430 ss., with an annotation by I. CAPELLI.

<sup>42</sup> Tribunal of Rome, 8 April 2020, App. Venice, 29 November 2022, Tribunal of Catania, 8 February 2023; available *online*.

<sup>43</sup> Tribunal of Rome, 15 September 2020, in *Giur. comm.*, 2021, II, p. 1358 ss., with an annotation by S. FORTUNATO.

<sup>44</sup> P. VELLA, *Quadri di ristrutturazione preventiva nella direttiva UE 1023/2019*, in *Fallimento*, 2020, 321.

<sup>45</sup> R. RORDORF, *Gli assetti organizzativi dell'impresa ed i doveri degli amministratori di società delineati dal novellato art. 2086, comma 2, cit.*, 1325 ss.

<sup>46</sup> S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *Crisi d'Impresa e Insolvenza*, 2019, available *online*; M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giurisprudenza commerciale*, 1/2021, 7.

within and outside the firm.

With the aforementioned shift from a control-based model to a crisis-prediction model, it becomes clear that for firms it is essential to undertake increasingly sophisticated predictive analyses<sup>47</sup>. This is required not only for the purposes of the timely detection of economic and financial imbalances and the consequent activation of appropriate corrective measures, but also in order to comply with the duty of adequacy set forth in the combined provisions of Article 2086 of the Italian Civil Code and Article 3 of the Code of Corporate Crisis and Insolvency, in the terms referred to above, for the fulfilment of statutory obligations and the prevention of liability exposure. In essence, predictive models can no longer be regarded as mere technical or accounting aids, as they may assume a precise legal function, namely that of instruments supporting the legal duties of monitoring and insolvency prevention.

In general, predictive analyses are techniques that extract information from existing data in order to develop forecasting models<sup>48</sup>, thereby becoming instruments for the formulation of more informed organisational strategies, improved risk management, and enhanced corporate responsiveness. Indeed, given that early crisis detection unfolds through several stages, essentially consisting of the collection, reporting, and analysis of both qualitative and quantitative data, empirical research has long recognised the significant capacity of accounting indicators—when combined with specific mathematical and statistical methodologies—to measure a company’s financial soundness and subsequently to interpret it within a forward-looking scenario<sup>49</sup>. In essence, starting from historical and current data, models are identified in order to generate possible developments and scenarios of the evolution of corporate performance<sup>50</sup> and, with specific regard to the issue addressed here, to identify the most appropriate instruments aimed at ensuring—or seeking to ensure—business continuity and at selecting, among the various procedures provided for by the Code of Corporate Crisis and Insolvency, the one most suitable to the specific case. It is precisely in the forward-looking projection of the economic and financial condition over the short or long term that the greater efficiency of predictive analyses emerges when compared with traditional analyses of accounting data, which, by contrast, merely formulate a synthetic assessment of the firm at a given point in time without indicating any early warning signs of a crisis situation<sup>51</sup>.

---

<sup>47</sup> D. GASBARRO, *Quale allerta per l'intercettazione tempestiva della crisi? Un'analisi introspettiva alla ricerca di possibili soluzioni endogene*, in *Diritto ed Economia dell'impresa*, 3, 2022, 56 ss.

<sup>48</sup> G. CESTARI, *La diagnosi precoce della crisi aziendale. Analisi del processo patologico e modelli predittivi*, Milano, 2009, 104 ss.

<sup>49</sup>Reference may be made to Beaver’s 1966 model, W. BEAVER, *Financial ratios as predictors of failure*, in *Journal of accounting research*, 4/1966, 71 ss., and Altman’s “Z Score” 1968 model; E. I. ALTMAN, *Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy*, in *The Journal of Finance*, 23/1968, 50. Owing to its ease of use and accuracy, the Altman Model has become one of the most widely used tools for predicting corporate insolvency, particularly in the field of credit scoring.

<sup>50</sup> M. C. GIORGINO, *Crisi aziendale e prevenzione. Metodologie e modelli per prevedere il prevedibile*, Milano, 2015, 38 ss.; S. POLI, *I modelli di previsione della crisi d'impresa. La prospettiva esterna mediante i bilanci in forma abbreviata*, Turin, 2020, 79.

<sup>51</sup> On the inability of accounting data alone to detect the onset of crisis, A. MAFFEI ALBERTI, *Commento all'art. 3*, in MAFFEI ALBERTI (directed by), *Commentario breve alle leggi su crisi d'impresa e insolvenza*, Padova, 2023, p. 52; L. E. PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta: l'uso degli algoritmi per l'analisi e la stima del rischio di insolvenza*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 3/2023, 633.

Legal and economic scholarship identifies various techniques for the construction of predictive models, all sharing the aim of “going beyond the understanding of what has occurred in order to arrive at a more accurate assessment of what will occur”<sup>52</sup>. By way of example, reference may be made to standardised accounting-based models, which ground their analysis on balance-sheet, financial, and income indicators<sup>53</sup>. Alternatively, there are algorithmic predictive models<sup>54</sup> which instead rely on innovative methodologies and on the various tools offered by artificial intelligence<sup>55</sup>, such as machine learning techniques, neural networks, and genetic algorithms, ensuring greater accuracy and precision compared to traditional statistical models. Such models are capable of processing a plurality of variables—both quantitative and qualitative—including those drawn from heterogeneous sources (tax data, market data, behavioural information)<sup>56</sup>, and provide a dynamic and adaptive analysis of crisis risk.

For the purposes relevant here, the role that predictive models based on artificial intelligence may assume is particularly evident. This emerges clearly from an examination of the structure and configuration of the obligations laid down in the Code of Corporate Crisis and Insolvency, which attribute fundamental importance to the factor of “time.” Reference is made to the requirement of “timeliness” set forth in Article 3 of the Code, not only in the phase of crisis detection, but also in the subsequent phase concerning the adoption of the initiatives necessary to address it<sup>57</sup>.

Algorithmic systems could prove highly effective and efficient, for example, in identifying the most

---

<sup>52</sup> A. TIPALDI, *Crisi d'impresa e modelli predittivi: il ruolo dell'I.A. e della tecnologia "blockchain" nella prevenzione e nella composizione della crisi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2/2022, 443.

<sup>53</sup> They emphasise the advantages of the use of predictive models for banks and investors: M. MOSCATELLI, S. NARIZZANO, F. PARLAPIANO, G. VIGGIANO, *Corporate Default Forecasting with Machine Learning*, in *Working Paper no. 1256/2019*, 5.

<sup>54</sup> M.C. DI MARTINO, *Intelligenza artificiale e sistemi di segnalazione della crisi d'impresa*, in *De Iustitia*, December 2024, available *on line*.

<sup>55</sup> The field of corporate crisis has been among the first to assess the use of artificial intelligence techniques. Among the earliest studies on neural networks, A. KOSTER, N. SONDAK, W. BOURBIA, *A business application of artificial neural network systems*, in *The Journal of Computer Information Systems*, 31/1990, 3 ss.; M. ODOM, R. SHARDA, *A neural network model for bankruptcy prediction*, *Proceedings of the International Joint Conference on Neural Networks*, II, San Diego, 1990, 63 ss., which employed the same indices as the Altman model, demonstrating the greater accuracy of neural networks; D. CADDEN, *Neural networks and the mathematics of chaos – an investigation of these methodologies as accurate predictions of corporate bankruptcy*, in *The First International Conference on Artificial Intelligence Applications on Wall Street*, New York, 1991, 56 ss.; P. K. COATES, L. F. FANT, *A neural network approach to forecasting financial distress*, in *Journal of Business Forecasting*, Heidelberg, 1992, 9 ss.; and with regard to the Italian legal system, v. E. ALTMAN, G. MARCO, F. VARETTO, *Corporate distress diagnosis: Comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)*, in *Journal of Banking & Finance*, 18/1994, 505 ss. For an analysis, including its historical evolution, v. D.D. HAWLEY, J. D. JOHN, D. RAINA, *Artificial Neural Systems: A New Tool for Financial Decision-Making*, in *Financial Analysts Journal*, 46/1990, 63 ss.; H. KIM, H. CHO, D. RYU, *Corporate Default Predictions Using Machine Learning: Literature Review*, in *Sustainability*, 12/2020; G. ÖZPARLAK, M. ÖZDEMİR DİLİDÜZGÜN, *Corporate bankruptcy prediction using machine learning methods: the case of the USA*, in *Uluslararası Yönetim İktisat Ve İşletme Dergisi*, 18/2022, 1007 ss.

<sup>56</sup> D. KAHNEMAN, A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 47/1979, 263 ss.; H. SHEFRIN, *Beyond Greed and Fear*, Oxford, 2007, 13 ss.; N. USAI, *Economia comportamentale e diritto della crisi: il ruolo della “mala gestio cognitiva” nel ritardo nell'emersione delle difficoltà dell'impresa*, in *Rivista di diritto societario*, 2022, 1216 ss.; and with specific regard to the negotiated settlement of the crisis, M. C. DI MARTINO, *La crisi della composizione negoziata*, in *Nuove leggi civili*, 2024, 708 ss.

<sup>57</sup> A. BALDISERRA, *Economia aziendale, teorie giuridiche e diritto della crisi: la conservazione dell'impresa nell'evoluzione del pensiero italiano*, in V. DELL'ATTI, A. MUSERRA, S. MARASCA, R. LOMBARSI (edited by), *Dalla crisi allo sviluppo sostenibile: principi e soluzioni nella prospettiva economico-aziendale*, Milano, 2022, 15-30; L. QUATTROCCHIO, B. OMEGNA, *La continuità aziendale. Il quadro civilistico di riferimento*, in *Diritto ed economia dell'impresa*, 3/2022, 207 ss.

appropriate out-of-court or judicial instrument. This is made possible by their potential integration with the resources offered by predictive justice<sup>58</sup> with the consequence that artificial intelligence could also assist directors during the implementation phase of restructuring plans by verifying the consistency between managerial outcomes and the objectives set forth therein.

It is evident that the issue more broadly concerns the phenomenon of *CorpTech*<sup>59</sup>, understood as the set of different dimensions of the possible interaction between artificial intelligence tools and corporate arrangements, namely their use in the organisation and internal functioning of the company, particularly in the definition of governance choices and strategies<sup>60</sup>. From the perspective considered here, therefore, the use of such artificial intelligence-based models would not be limited to their managerial utility, but could acquire legal significance<sup>61</sup>. Algorithms could become instruments for compliance with statutory obligations under a dual perspective: first, to ensure the adequacy of organisational arrangements—implemented in accordance with the nature and size of the undertaking—and to prevent liquidation-oriented outcomes, including through the structuring of scenarios concerning corporate performance over the medium or long term<sup>62</sup>; Second, they may serve to provide evidence of compliance with the duties imposed on directors. But that is not all. Artificial intelligence could assume an increasingly significant role also in the dynamics of predicting the degree of liability risk borne by directors<sup>63</sup> and, therefore, for the purposes relevant here, with regard to directors' liability in relation to the early emergence of crisis in the terms previously outlined. It follows that the establishment of adequate normative safeguards of transparency and of so-called “accountability of algorithmic decision-making tools”<sup>64</sup> could rise to the level of a prerequisite for compliance with companies' organisational duties and, consequently, for the applicability of the aforementioned business judgment rule.

---

<sup>58</sup> As regards the general principles, N. ALETRAS, D. TSAPATSANIS, D. PREOTIUC, V. LAMPOS, *Predicting Judicial Decisions of the European Court of Human Rights: a Natural Language Processing Perspective*, in *Peer J Computer Science*, 2/2016, 93; M. MEDVEDEVA - M. VOLS - M. WIELING, *Using Machine Learning to Predict Decisions of the European Court of Human Rights*, in *Artificial Intelligence and Law*, 28/2020, 237 ss.

<sup>59</sup> The expression “CorpTech governance” was coined by L. ENRIQUES, D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, 72, 55 ss., in order to distinguish it from the term “RegTech,” which refers to forms of technology use for regulatory and supervisory purposes. N. ABRIANI, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2020, 261 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1/2022, 259 ss.

<sup>60</sup> N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility*, in *Rivista delle società*, 5-6/2020, 1326.

<sup>61</sup> On risks in general, M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (edited by), *Intelligenza artificiale e diritto*, 451 ss.;

<sup>62</sup> L. MONTAGNANI, *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato*, 2020, 86 ss.

<sup>63</sup> N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 1374 G. COMANDÈ, *Intelligenza artificiale e responsabilità tra “liability” e “accountability”*. *Il carattere trasformativo dell'IA e il problema della responsabilità*, in *AGE*, 1/2019, 169 ss.; L. ENRIQUES, *Responsabilità degli amministratori e ruolo degli algoritmi: brevi annotazioni sul senno di poi 4.0*, in *Intelligenza artificiale. Il diritto, i diritti, l'etica*, edited by U. Ruffolo, Milano, 2020, 295 ss.

<sup>64</sup> N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.* 1382

#### 4. ALGORITHMIC PREDICTIVE MODELS AND SMES.

In light of the foregoing considerations, and notwithstanding the fact that artificial intelligence is currently widely used within companies for purposes such as consumer profiling, data screening, and managerial decision-making, the dissemination of models for the computability of business risk<sup>65</sup>, particularly those based on artificial intelligence for crisis prediction—remains limited<sup>66</sup>. Indeed, although the use of such systems would, in theory, make it possible to achieve better results than those offered by traditional statistical models<sup>67</sup>, both in terms of timeliness<sup>68</sup> and outcomes, the issues relating to data protection, the identification of appropriate baseline datasets, the high costs involved (including those connected with the need for reskilling in light of technological progress)<sup>69</sup>, as well as the challenges linked to their complexity, constitute the main reasons for their limited dissemination among Italian companies, particularly small and medium-sized enterprises<sup>70</sup>. Further reasons relate both to the reliability of such systems<sup>71</sup>, particularly with regard to the risks of malfunction arising from design or programming flaws<sup>72</sup>, and to potential situations of conflict of interest or liability on the part of the administrative body in the selection of the system itself<sup>73</sup>. The opacity of algorithmic infrastructures could, indeed, have negative repercussions on the transparency of managerial acts based upon them. As is well known, at a systemic level, the innovative scope of these instruments has required, across all fields, a more in-depth reflection on the implications of their use, which has led to the adoption of Regulation (EU) 2024/1869<sup>74</sup> and, at the domestic level, of Law No. 132/2025.

The starting point is that the progressive replacement of human judgment with algorithmic analysis entails not only advantages in terms of efficiency and speed in decision-making, but also significant risks with

---

<sup>65</sup> G. NUZZO, *Impresa e società nell'era digitale*, in *Banca, borsa, titoli di credito*, 3/2022, 417 ss.

<sup>66</sup> L. SICIGNANO, *Profili di crisi degli early warnings tools. Spunti di riflessione dall'intelligenza artificiale*, in *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, 5/2024, 912.

<sup>67</sup> S. LETKOVSKY, *Is Artificial Intelligence really more accurate in predicting bankruptcy*, in *International Journal of Financial Studies*, 12(1), 2024, 8.

<sup>68</sup> N. AGNOLI, M. ZAMBONI, *Intelligenza artificiale e previsione delle crisi aziendali. Il primo standard definisce il framework di riferimento*, in *Amministrazione & Finanza*, 12, 2021, 67.

<sup>69</sup> F. PACILEO, *Gli "strumenti d'allerta" tra early warning tools e preventive restructuring frameworks*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, 157 ss.

<sup>70</sup> L. E. PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta*, cit., 638.

<sup>71</sup> N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 1203, which refer to certifications attesting to the reliability of the functioning of such systems.

<sup>72</sup> L. E. PERRIELLO, *op. cit.*, 639; A. TIPALDI, *Crisi d'impresa e modelli predittivi: il ruolo dell'I.A. e della tecnologia "blockchain" nella prevenzione e nella composizione della crisi*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2/2022, 441. On damage caused by automated systems, S. LANDINI, *The Insurance Perspective on Prevention and Compensation Issues Relating to Damage Caused by Machines*, in *The Italian Law Journal*, 2020, 6, 60 ss.; E. PELLECCIA, *Profilazione e decisioni automatizzate al tempo della black box society: qualità dei dati e leggibilità dell'algoritmo nella cornice della responsible research and innovation*, in *NLCC*, 2018, 1209 ss.

<sup>73</sup> D. ROSSANO, *L'intelligenza artificiale: ruolo e responsabilità dell'uomo nei processi applicativi (alcune recenti proposte normative)*, in *Rivista Trimestrale del Diritto dell'Economia*, 3/ 2021, suppl., 78.

<sup>74</sup> F. TRIMARCHI BANFI, *Rischio e responsabilità nel regolamento europeo sull'intelligenza artificiale*, in *Diritto Amministrativo*, 3/2025, 65; C. AMATO, *Responsabilità civile da "intelligenza" artificiale: prospettive di disciplina europea*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2/2025, 373.

regard to the transparency of deliberative processes<sup>75</sup>, the protection of personal data<sup>76</sup> and the legal liability of the actors involved<sup>77</sup>.

A dual problem thus arises: on the one hand, the need for such structures to be characterised by a high degree of intelligibility and external verifiability; on the other hand, the need to regulate the activities of monitoring and supervision entrusted to the board of directors, an organ which, as a consequence, should be required to possess increasingly specific technical skills in the fields of information technology and data science. Without prejudice to the extensive and highly debated scholarly literature on the complex issue of the board's IT competencies<sup>78</sup>, it should be clarified that the mere use of an artificial intelligence-based predictive model, irrespective of the specific application mechanism adopted, cannot in itself be considered sufficient to establish the adequacy of organisational arrangements for the purposes of crisis prevention. Particularly in more advanced models—such as those employing neural networks—the issues highlighted above are compounded by further criticalities linked to the potential opacity of outcomes (the so-called “black box” problem)<sup>79</sup> which make it necessary to carry out assessments also according to traditional methods, as human oversight cannot be excluded<sup>80</sup>.

The foregoing considerations concerning the critical issues related to the use of artificial intelligence acquire particular relevance for small and medium-sized enterprises. It is well known that Article 2086 of the Italian Civil Code, in regulating the obligation to establish adequate organisational arrangements, makes explicit reference to the “nature and size of the undertaking.” This wording— which cannot be construed as providing an exemption, but rather as expressing the principle of proportionality—entails that SMEs, too, are required to equip themselves with monitoring and forecasting tools calibrated to their specific risk profile. Accordingly, and in compliance with the criterion of reasonableness, SMEs are subject to the rules of sound management

---

<sup>75</sup> A. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria*, Turin, 2020, 136 ss.; M. RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Rivista di diritto bancario*, 2023, 182.

<sup>76</sup> It should be recalled that Article 22 of Regulation (EU) 2016/679 grants data subjects “the right not to be subject to a decision based solely on automated processing”.

<sup>77</sup> L. AMMANNATI, A. CANEPA (edited by), *Tech Law. Il diritto di fronte alle nuove tecnologie*, Napoli, 2021; V. FALCE, (edited by) *Strategia dei dati. Traiettorie orizzontali e applicazioni verticali*, Turin, 2023, passim.

<sup>78</sup> Some scholars have suggested the establishment of dedicated I-Tech committees, composed predominantly or exclusively of independent directors endowed with specific expertise, entrusted with functions of prevention of IT-related risks and supervision of artificial intelligence systems, M.L. MONTAGNANI, *Intelligenza artificiale e governance della “nuova” grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in *Rivista delle società*, 2020, 1022 ss., which also envisages a mitigation of the liability of the board of directors in the presence of such a committee. It further advocates the establishment of a similar committee: U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Rivista delle società*, 2021, 1431 ss.

<sup>79</sup> G. LO SAPIO, *La black box: l'esplicabilità delle scelte algoritmiche quale garanzia di buona amministrazione*, in *federalismi.it*, 30 June 2021; C. SABELLI, *Dentro la Black box: i dati nell'epoca del machine learning*, in *orizzonti.polito.it*, April 2025; E. M. KENNY, C. FORD, M. QUINN, M. T. KEANE, *Explaining black-box classifiers using post-hoc explanations-by-example: The effect of explanations and error-rates in XAI user studies*, in *Artificial Intelligence*, 294, 2021; PFEIFER, *Algorithmic Opacity Meeting Organizational Opacity: Challenges of AI Deployment in Organizations*, in *Carolina Digital Repository*, [cdr.lib.unc.edu/concern/master\\_papers](http://cdr.lib.unc.edu/concern/master_papers), 10 May 2024; RADANLIEV, *AI Ethics: Integrating Transparency, Fairness, and Privacy*, in *papers.ssrn.com*, 20 June 2025, available on line.

<sup>80</sup> R. BODEI, *Dominio e sottomissione. Schiavi, animali, macchine, Intelligenza Artificiale*, Bologna, 2019.

ordinarily associated with enterprises that are structurally and organisationally larger<sup>81</sup>.

These considerations are of particular significance in light of the fact that the economic entities referred to above constitute the vast majority of the Italian economic fabric, which is characterised by a prevalence of family capitalism amounting to almost two thirds of the total<sup>82</sup>. The European regulator devotes particular attention to small and medium-sized enterprises across several dimensions; evidence of this attention may be found, for example— with regard to their financing — in the Capital Markets Union project<sup>83</sup>. Small and medium-sized enterprises are recognised, both at EU and domestic level, as vulnerable entities, often lacking structured control systems and therefore more exposed to the risk of default<sup>84</sup>. These assessments have been given concrete expression in the Insolvency Directive, which, inter alia, in providing for an obligation on Member States to ensure that information on access to early warning tools is made publicly available online, as well as easily accessible and user-friendly, expressly specifies that this is to be ensured “especially for SMEs.” Along the same lines stands Article 5-bis(2) of the Code of Corporate Crisis and Insolvency, pursuant to which the regulator requires that the detailed checklist containing operational guidance for the drafting of restructuring plans be “also adequate to the needs of micro, small and medium-sized enterprises”—a concept further confirmed by Article 13(2) of the same Code<sup>85</sup>.

Within the context outlined above, for SMEs the critical issues previously identified in relation to algorithmic predictive models appear far more evident, in practice discouraging their use and casting doubt on their potential incorporation into early warning procedures. This circumstance contrasts with the consideration that their adoption could yield significant advantages in terms of mitigating certain structural weaknesses typical of SMEs, such as the concentration in the same individual of the roles of shareholder and director, the absence of a supervisory body, and the greater incidence of cognitive biases<sup>86</sup>. It also runs counter to the findings of certain empirical analyses, which have shown that for such operators the neural network-based algorithmic model is not only effective, but that its performance actually improves as firm size decreases<sup>87</sup>. The reasons underlying these positive results can be explained—at least in part—by the frequent inaccuracy of SMEs’ accounting data, and by the ability of the aforementioned models to combine endogenous and exogenous

---

<sup>81</sup> S. BRANCIARI, M. GIULIANI, S. POLI, *L'impatto del settore economico sull'efficacia dei modelli di previsione dell'insolvenza: il caso delle imprese italiane*, in V. DELL'ATTI, A. MUSERRA, S. MARASCA, R. LOMBARDI (edited by), *Dalla crisi allo sviluppo sostenibile: principi e soluzioni nella prospettiva economico-aziendale*, Milano, 2022, 58 ss.

<sup>82</sup> E. BASTIA, P. RICCIARDIELLO, *op. cit.*, 363

<sup>83</sup> P. MESSINA, *Minibond e Capital Market Union*, Bari, 2021, 138 ss.; I. SUPINO, *Individuazione delle fonti di finanziamento per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 4-5/2016, 495.

<sup>84</sup> The relationship between reforms of bankruptcy law and credit conditions for SMEs is particularly interesting. In this regard, G. RODANO - N. SERRANO-VELARDE - E. TARANTINO, *Bankruptcy law and bank financing*, in *Journal of Financial Economics*, 2016, 120, 2, 363 ss.

<sup>85</sup> M. SPIOTTA, *Check-list e Test pratico di risanabilità: presupposti teorici e implicazioni sistematiche*, in *Nuovo diritto delle società*, 2022, 1649.

<sup>86</sup> L. SICIGNANO, *op. cit.*, 914.

<sup>87</sup> L. SICIGNANO, *op. cit.*, 905; N. GORDINI, *A genetic algorithm approach for SMEs bankruptcy prediction: Empirical evidence from Italy*, in *Expert Systems with Applications*, 41(14), 2014, 6433. E.I. ALTMAN, M. BALZANO, A. GIANNONZI, S. SRHOJ, *Revisiting SME default predictors: The Omega Score*, in *Journal of Small Business Management*, 2023, 2383 ss.



variables, both quantitative and qualitative, the latter being particularly significant in the context of SMEs<sup>88</sup>.

In conclusion, algorithmic predictive models<sup>89</sup>, in their various possible configurations, may certainly be regarded as useful tools for undertakings—irrespective of their size—for translating the legal obligation of organisational adequacy and crisis forecasting into practice, and thus as constitutive elements of the organisational and reactive diligence required of corporate governance. At present, however, the regulatory framework based exclusively on quantitative monetary indicators does not provide fertile ground for their implementation. Nor do the various proposals advanced in the literature appear particularly convincing, including those aimed at identifying an artificial intelligence system activated and monitored, for example, by Chambers of Commerce; at providing for its incorporation into the Code of Corporate Crisis and Insolvency through coordination with existing provisions; or, alternatively, at introducing a specific statutory obligation for undertakings to establish an artificial intelligence system linked to the rules on the adequacy of organisational arrangements, with attendant implications in terms of sanctions and civil liability.

All that has been outlined thus far must nevertheless necessarily take into account that, within the scope of the reactive diligence referred to above—namely, the managerial choice (subsequent to the purely organisational and early warning phase) concerning the identification of the instrument to address the crisis—the use of algorithms comes into tension with the often strategic nature of such a decision<sup>90</sup>. In line with the distinction between routine, structured decisions (thus predictive and amenable to computerisation) and strategic and managerial decisions<sup>91</sup>, artificial intelligence recedes where it becomes necessary to balance competing interests, where an overall perspective is required, or where it appears appropriate to refrain from making any decision at all (the so-called “zero option”), in circumstances in which the intuition, creativity, and at times even the irrationality of the entrepreneur or directors prove to be fundamental<sup>92</sup>.

---

<sup>88</sup> Consider, for instance, the condition of management and employee turnover, E.I. ALTMAN, M. BALZANO, A. GIANNOZZI, S. SRHOJ, *Revisiting SME default predictors: The Omega Score*, in *Journal of Small Business Management*, 2023, 2383 ss.; F. APRILE, *Note sparse in tema di interesse dei creditori e tutela dei posti di lavoro nel concordato preventivo in continuità*, in *Diritto della crisi*, 2022, 87; D. GAROFALO, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (CCII) e rapporti di lavoro dipendente*, in *Il lavoro nella giurisprudenza*, 1/2025, 5.

<sup>89</sup> L. IANNI, F. DE LUCA, S. MIGLIORI, G. MARULLO, *I modelli predittivi della crisi e dell'insolvenza aziendale: una systematic review*, in *Management Control*, 2/2021, 127 ss.

<sup>90</sup> Particularly thorough is the analysis carried out by L. E. PERRIELLO, *op. cit.*, 646

<sup>91</sup> N. ABRIANI, G. SCHNEIDER, *op. cit.*, 1387. The distinction was developed in the field of the theory of administrative decision-making.

<sup>92</sup> LENRIQUES, D. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, *cit.*, 33 ss., which highlight the weaknesses of artificial intelligence systems in the decision-making phase. They note that artificial intelligence can fully replace human labour only in the performance of “routine” functions, D.H. AUTOR, F. LEVY-R.J. MURNANE, *The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration*, in *Quart. J. Econ.*, 2003, 118(4), 1279 ss.

# **REGTECH AND SUPTECH: A PROPOSAL FOR BLOCKCHAIN- CERTIFIED COMPUTATIONAL REGULATION**

**Michela Passalacqua  
Tamara Favaro**

# RegTech and SupTech: A Proposal for Blockchain-Certified Computational Regulation\*

*(RegTech e SupTech: proposta di una regolazione computazionale certificata da blockchain)*

Michela Passalacqua\*\*

Full Professor of Economic Law at the University of Pisa – Department of Law

Tamara Favaro\*\*

Associate Professor of Economic Law at the University of Pisa – Department of Law

## ABSTRACT [En]:

The article analyses how RegTech and SupTech are transforming regulation and supervision in financial markets. The research proposes the use of blockchain as an infrastructure for meta-supervision, capable of ensuring traceability, verifiability and accountability of regulatory algorithms. Through an analysis of the DORA and eIDAS 2.0 Regulations, the contribution shows how Distributed Ledger Technologies can strengthen digital resilience and computational trust. The study outlines a possible new model of digital legitimization of automated public power.

**Keywords:** RegTech, SupTech, transparency, Distributed Ledger Technology (DLT), cybersecurity.

## ABSTRACT [It]:

Il saggio analizza come RegTech e SupTech stiano trasformando la regolazione e la vigilanza dei mercati finanziari. La ricerca propone di utilizzare *blockchain* come infrastruttura di meta-vigilanza, idonea a garantire tracciabilità, verificabilità e *accountability* degli algoritmi regolatori. Attraverso l'analisi dei Regolamenti DORA ed eIDAS 2.0, il contributo mostra come le *Distributed Ledger Technologies* possano rafforzare la resilienza digitale e la fiducia computazionale. Ne emerge un possibile nuovo modello di legittimazione digitale del potere pubblico automatizzato.

**Parole chiave:** RegTech, SupTech, trasparenza, tecnologia dei registri distribuiti (DLT), cibersicurezza.

**SOMMARIO: 1. Automation of Procedures in RegTech and SupTech. – 2. The Research Question: Can the Opacity of Algorithmic Regulation Be Remedied by Blockchain Technology?. – 3. Towards a Distributed Model of Meta-Supervision. – 4. Algorithmic Regulation in Financial Markets. – 4.1. Types of Digital Rules: Computational Provisions and Algorithmic Prescriptions. – 5. Data Sharing and Computational Trust. – 6. Testing Digital Resilience for Data-Driven Cyber Supervision. – 7. Blockchain as an Enabling Infrastructure for the DORA Regulation. – 8. The eIDAS 2.0 Regulation and Digital Identity System Resilience. – 9. Computational Provisions and Algorithmic Prescriptions in the Integration of DLT and Self-Sovereign Identity. – 10. Beyond Data-Driven Cyber Supervision: The Trust Infrastructure. – 11. From Source Code Disclosure to Algorithmic Supervisory Transparency. – 12. A Possible New Model of Digital Legitimacy.**

## **1. AUTOMATION OF PROCEDURES IN REGTECH AND SUPTECH**

It is worth prefacing that the present essay originates from a fruitful transdisciplinary exchange conducted within a research partnership devoted to cryptography and the security of distributed systems. In order to better grasp the potential of such technologies<sup>1</sup> (on which see *infra* §§ 3 and 7 ff.), we resolved to explore their possible uses and benefits in the field of financial markets, where automation has become a quantitatively significant phenomenon both as a result of policy choices made by individual supervisory authorities and due to the initial innovative impetus autonomously generated by the market itself, which rapidly became a model of efficiency even for public regulators.

Seeking to focus the inquiry on a specific application aligned with our legal expertise, we observed that in recent years supervisory authorities have, with increasing frequency and consistency<sup>2</sup>, entrusted technology with functions of regulatory *management*: that is, with the processes of regulatory shaping, which we designate with the term RegTech (regulatory technology), and with technologically enhanced supervisory activities, referred to as SupTech (supervisory technology)<sup>3</sup>, meaning the technologically advanced oversight conducted by the public supervisor.

---

\*Il contributo è stato approvato dai revisori.

\*\* *This work was partially supported by project SERICS (PE00000014) under the MUR National Recovery and Resilience Plan funded by the European Union – NextGenerationEU.* Although the paper represents a unified line of inquiry jointly developed by both authors within the project, for attribution purposes it is specified that Sections 1, 4, 4.1, 5, and 6 were written by Michela Passalacqua, while Sections 3, 7, 8, 9, 10, 11, and 12 were authored by Tamara Favaro. Section 2, addressing the research question, was jointly drafted by the authors.

<sup>1</sup> The research unit of the University of Pisa is responsible for the AQUSDIT project (Advanced and Quantum-safe Solutions for Digital Identity and Digital Tracing), within the Extended Partnership “Security and Rights in the Cyberspace”, Spoke 5 “Secure and Traceable Identities in Distributed Environments (STRIDE)”. The present contribution falls within Sub-task 2: “Digital identification and tracing based on distributed ledger technology”.

<sup>2</sup> See European Commission, *Public Sector Tech Watch: Adoption of AI, Blockchain and other emerging technologies within the European public sector*, Publications Office of the European Union, Luxembourg, 2024, pp. 39-40 and 48, which also highlight a comparison between the more widespread use of AI and that of blockchain.

<sup>3</sup> In the legal scholarship, see M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, *RegTech e SupTech*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (ed.), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, vol. III, il Mulino, Bologna, 2022, pp. 451 ff.; I. ANAGNOSTOPOULOS, *Fintech and Regtech: Impact on regulators and banks*, in *Journal of Economics and Business*, n. 100, 2018, pp. 7 ff.

Strictly speaking, RegTech originates in the practice of supervised intermediaries employing technology for self-monitoring compliance with regulatory requirements. Unsurprisingly, the different phenomenon here under examination has begun to be identified in the literature also under the label Reg-RegTech<sup>4</sup>, indicating a form of regulation generated by automated control, an approach that, as we shall see, is destined to assume an increasingly prominent and expansive role (*infra* § 4).

Regulators have themselves opted to automate administrative procedures within their remit, seeking gains in efficiency – understood in terms of shorter procedural timeframes – and in effectiveness, measured by the improved quality of outcomes. This objective is pursued by relying, with growing frequency, on digital platforms integrated with artificial intelligence systems for the performance of public functions<sup>5</sup>.

In this context, however, the use of AI to support decision-making remains particularly delicate<sup>6</sup>, since even a seemingly minimal “algorithmic check” (for specific examples, *infra* § 4) will, in substance, be unlikely to avoid influencing human oversight<sup>7</sup>. One need only consider that, even for systems capable of being classified as high-risk under the European AI Act, it is difficult to determine when the “material” influence of the algorithm on decision-making may be considered absent. Such an assessment cannot be conducted prognostically by the provider or certifier<sup>8</sup>; rather, it can only be cautiously carried out ex post by examining a domain that is intrinsically subjective, namely, the formation of the deployer’s will.

---

<sup>4</sup> On the evolution of the terminology, see L. AMMANNATI, *Regolatori e supervisori nell’era digitale: ripensare la regolazione*, in *Giur. cost.*, n. 3, 2023, pp. 1465 ff. and pp. 1471 ff.

<sup>5</sup> Following the adoption of the European AI Act (Regulation (EU) No. 1689/2024 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024), the Italian implementing legislation aligning the national legal order (Law No. 132 of 23 September 2025, *Provisions and Delegations to the Government on Artificial Intelligence*), in Article 14 on the use of AI by public administrations, codifies efficiency as a goal to be pursued through the reduction of the time required to conclude administrative procedures and the increase in the volume of services provided. The same provision also includes, among its objectives, the pursuit of service quality. As noted by A. MARCHETTI, Report to the Doctoral Seminar *Intelligenza artificiale e diritto*, Pisa, 18 November 2025, these objectives are difficult to reconcile, at least in light of the current state of knowledge.

<sup>6</sup> Article 14 of Law No 132/2025, referred to above, prohibits Italian public administrations from relying on algorithms that entirely replace human decision-making, mandating in all cases their non-exclusivity. Such non-exclusivity is construed in a particularly restrictive manner, namely as mere usability “in a merely *instrumental and supportive* capacity (emphasis added) to administrative decision-making, with due regard for the autonomy and decision-making power of the individual, who remains solely responsible for the adopted measures”. The hendiadys “instrumental and supportive” appears to exclude the legitimacy of algorithms that assist the public official to such an extent as to deprive any non-automated component of the decision of independent relevance. Had the legislature confined itself to referring solely to “instrumental algorithms”, it would have remained possible to admit decisions entirely dictated by the algorithm, albeit formally subject to a simple human ‘sign-off’.

<sup>7</sup> A critical assessment of the excessive reliance on technology by the Italian public administration is offered by G. AVANZINI, *Intelligenza artificiale, machine learning e istruttoria procedimentale: vantaggi limiti ed esigenze di una corretta Data Governance*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (eds.), *op. cit.*, vol. II, esp. p. 86. Drawing on findings from behavioural science in order to assess the effectiveness of the human-in-the-loop requirement, see human in the loop, A. MARCHETTI, *Intelligenza artificiale, poteri pubblici e rule of law*, in *Riv. it. dir. pubbl. comunit.*, n. 1, 2024, pp. 54-55.

<sup>8</sup> With regard to the conformity assessment of high-risk AI systems – carried out either under the provider’s internal control or by notified conformity assessment bodies, which in some cases coincide with the competent market surveillance authorities – see Articles 43-45 of Regulation (EU) 1689/2024, cited above.

Moreover, the use of algorithms in RegTech and SupTech will not, as a rule, trigger the safeguards of the AI Act, which may be invoked only in relation to the automation of sensitive sectors or, in a far more limited respect, for the physical security of the deployed platform<sup>9</sup>.

## 2. THE RESEARCH QUESTION: CAN THE OPACITY OF ALGORITHMIC REGULATION BE REMEDIED BY BLOCKCHAIN TECHNOLOGY?

Having briefly outlined the role that RegTech and SupTech platforms are increasingly assuming (*supra* § 1), it must be noted that they are progressively absorbing functions traditionally exercised by public authorities, through the translation of administrative procedures into computational rules and algorithmic logics underpinning data-driven models<sup>10</sup>. As a result, while recourse to automation through artificial intelligence systems on the one hand lends itself to accelerating and simplifying administrative procedures, on the other hand it gives rise to significant difficulties in ensuring the traditional forms of oversight over administrative action. Such oversight should, in the first instance, be guaranteed by the administration itself, subsequently by the citizen-user, and ultimately by the courts.

Instead, as will be argued below (*infra* § 4), AI used as a regulatory and supervisory technology assumes an autonomous normative role, capable of shaping the conduct of operators and, consequently, market dynamics, without any corresponding mechanism of accountability or, even prior to that, of explainability of the inferences resulting in prescriptions or, at any rate, in guidance<sup>11</sup>.

The opacity of these processes emerges in a particularly stark manner in a recent case brought before the highest administrative court<sup>12</sup>. The judicial decision failed to resolve the issues outlined above, limiting itself to affording protection to the AI system provider, which was strongly shielded by the existing regimes of intellectual property protection. These regimes influenced the interpretative outcome leading to the denial of access to the source code requested by the applicant. In brief, the digital platform used by the public administration indicated that a specific document included in a technical offer for the award of a public contract did not correspond to the same document previously marked by the generation of a digital fingerprint within the deadline imposed by the procedure. This was evidently a discrepancy that could not be materially detected, unlike what would have occurred in the case of a physical document deposited in hard copy.

The case law thus demonstrates the urgent need to accompany technological innovation with new forms of protection for non-technical subjects. It is not conceivable to leave the explainability of algorithms exclusively

---

<sup>9</sup> On this issue, for further analysis, reference may be made to M. PASSALACQUA, *FinTech e regolazione digitale. Verso una cyber-vigilanza?*, in P. GAGGERO (ed.), *Regulating Technological Driven Finance*, Cacucci, Bari, (forthcoming), § 4.

<sup>10</sup> For the distinction between computational rules and algorithmic rules, see *infra* § 4.1.

<sup>11</sup> In this contribution, the notion of algorithmic regulation is used in a broad sense, encompassing both rule-based computational implementations and algorithmic prescriptions, whose analytical distinction will be developed below (*infra* § 4.1).

<sup>12</sup> Italian Council of State (Consiglio di Stato), section IV, judgment of 4 June 2025, no. 4857.

to litigation and technical expert evidence – as indeed occurred in the case at hand – without tolerating an unacceptable regression in the guarantees afforded to citizens *vis-à-vis* the administration. It is worth noting that the algorithm in question was not decision-making (a category unanimously regarded as more pernicious and now prohibited for Italian public administrations<sup>13</sup>), but merely supportive of the decision, confirming that even such technologies are far from innocuous with respect to the resilience of the rule of law.

What thus emerges is a crisis of the legitimacy of power: who controls the algorithm that regulates?

Our thesis is that technology itself may offer the tools to address the problems it generates. The criticalities of procedural automation would be significantly reduced if blockchain technology were capable of certifying the algorithms employed in administrative activities.

Ultimately, our research question is as follows: if regulation has become computational, why should its legitimacy not also be rendered computationally verifiable through blockchain?

In other words, if – as we shall show (*infra* §§ 4 and 4.1) – regulation becomes code, then legitimacy must become algorithm. Distributed Ledger Technology thus comes into play as a potential instrument to restore traceability<sup>14</sup> and verifiability to the circuit of public accountability.

This gives rise to a form of techno-supervision based on blockchain, capable of ensuring transparency, accountability and the trust required for the increasingly widespread use of digital technologies in regulation and supervision.

The phenomenon may also be described as cyber supervision: a model that does not merely concern traditional digital security oversight, where the object of the activity is “cyber”, but instead extends to the very architecture of verification, rendering “cyber” the means through which such oversight is exercised.

The underlying idea advanced in this contribution is therefore to employ Distributed Ledger Technologies not only as specific RegTech and SupTech tools, but also as an infrastructure for meta-supervision.

This analysis has been conducted with reference to a specific “normative case”, represented by the Digital Operational Resilience Act (DORA) (*infra* §§ 6 ff.), in order to assess, within the banking and financial market context, whether and how distributed ledger technologies may simultaneously ensure not only effective cyber supervision, but also a form of meta-supervision grounded in an infrastructure of trust, capable of restoring transparency and legitimacy to automated regulatory power.

---

<sup>13</sup> See *supra* note 6.

<sup>14</sup> The aforementioned Article 14 of Law No. 132/2025 requires public authorities to ensure the “traceability” of the algorithms used in administrative activities, without, however, specifying the means by which such a standard is to be achieved, a standard that, depending on the specific use case, may prove to be particularly demanding. By way of example, while it is relatively straightforward to make the deterministic processes of a chatbot expressly traceable through their translation into natural language, it is far more complex to render the functioning of a data acquisition system transparent without disclosing its source code.

### 3. TOWARDS A DISTRIBUTED MODEL OF META-SUPERVISION

Understanding why Distributed Ledger Technology has acquired such a decisive role in contemporary architectures of control requires returning to the conceptual assumptions that shaped its earliest theoretical formulations. In its initial phase, blockchain technology – and, more broadly, the distributed ledger paradigm as a whole – was presented as a form of self-sufficient private regulation, removed from the oversight and protection of the legal order and entrusted instead to the governance of machines and algorithms<sup>15</sup>. It was, in fact, embedded within the ideological horizon of libertarian crypto-anarchism, from which the so-called *Cyberpunk Manifesto* emerged in 1993<sup>16</sup>. Within this framework, code was endowed with the capacity to replace central authority<sup>17</sup>, giving rise to a model of computational trust grounded in the immutability of digital inscriptions and in the mechanism of distributed consensus<sup>18</sup>.

Against this backdrop, *Lex Cryptographia* took shape as an alternative normative order, aimed at redefining the organisation of political, economic and social interactions and at calling into question the traditional role of the State and public institutions. Within this vision, code did not merely express the rule, but directly incorporated its enforcement power<sup>19</sup>.

As anticipated, however, this “rebellious genealogy” now appears largely as a legacy of the formative phase and no longer corresponds to the dominant perspective through which blockchain technology is studied and deployed today. Contemporary analyses tend instead to situate it within the paradigms of RegTech and SupTech, conceiving it primarily as a technology in support of regulation and supervision<sup>20</sup>.

Yet a return to its original ideological matrix allows one to move beyond such a merely instrumental reading. The aspiration towards alternative forms of normativity and the displacement of authority through

---

<sup>15</sup> For an earlier discussion of this issue, please see T. FAVARO, *Blockchain per l'intervento pubblico. Un possibile ritorno ai “luoghi” dell'economia*, in A. ANTONUCCI, M. DE POLI, A. URBANI (eds.), *I luoghi dell'Economia. Le dimensioni della sovranità*, Torino, Giappichelli, 2019, p. 39.

<sup>16</sup> See C. KIRTICHEV, *A Cyberpunk Manifesto*, available at: [http://project.cyberpunk.ru/idb/cyberpunk\\_manifesto.html](http://project.cyberpunk.ru/idb/cyberpunk_manifesto.html). For an account of the evolution of blockchain technology and of the intellectual currents that inspired its emergence, see F. SARZANA, M. NICOTRA, *Diritto della Blockchain, Intelligenza Artificiale e IoT*, Ipsoa, Assago, 2018, p. 9 ff. In particular, the Cyberpunk movement seeks to counter the potential erosion of individual freedoms resulting from the growing pervasiveness of information technologies, which enable governments and large corporations to monitor and correlate personal data derived from everyday transactions. In response to this risk, the movement promotes the development of anonymous electronic currency and untraceable payment instruments, grounded in widely distributed cryptographic techniques, which are also capable of enabling secure messaging systems, digital contracts, and electronic identities respectful of individuals' informational autonomy.

<sup>17</sup> See M. ATZORI, *Blockchain Technology and Decentralized Governance: is the State Still Necessary?*, in *Journal of Governance and Regulation*, n. 1, 2017, pp. 45-62.

<sup>18</sup> See K. WERBACH, *The Blockchain and the New Architecture of Trust*, MIT Press, Cambridge, 2018, pp. 101-138; V. GUPTA, *The Promise of Blockchain in a World Without Middlemen*, in *Harvard Business Review*, available at: [www.harvard.edu](http://www.harvard.edu), 2017.

<sup>19</sup> See P. DE FILIPPI, A. WRIGHT, *Blockchain and the Law. The Rule of Code*, Harvard University Press, Cambridge, 2018, pp. 35-60.

<sup>20</sup> Along these lines, see, for example, F. BASSAN, M. RABITTI, *From Smart Legal Contracts to Contracts on Blockchain: An Empirical Investigation*, in *Computer Law & Security Review*, vol. 55, 2024, esp. pp. 1-3; P. CHIRULLI, *FinTech, RegTech and SupTech: Institutional Challenges to the Supervisory Architecture of Financial Markets*, in I. CHIU, G. DEIPENBROCK (eds.), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law*, Routledge, London-New York, 2021, pp. 447-464.



distributed mechanisms of trust make it possible to conceive of blockchain not simply as a technical aid to regulatory and supervisory action, but as the potential infrastructure of an additional layer of control, directed at scrutinising the very operation of the apparatus through which public power is exercised<sup>21</sup>. The erosion of transparency accompanying the progressive delegation of regulatory functions to algorithmic systems calls for a form of control that does not stop at procedural outcomes, but penetrates the operational logic of the device that generates them.

It is at this juncture that *distributed meta-supervision* emerges: a higher-order, reflexive level of oversight aimed no longer merely at monitoring the behaviour of regulated entities or the formal correctness of the decisions produced, but at examining the technical architecture, internal evolution, and inferential dynamics of the regulatory algorithm itself.

More precisely, distributed meta-supervision may be defined as a second-order control mechanism implemented through distributed ledger infrastructures. Through this mechanism, the activity of the algorithm is recorded in a decentralised digital archive characterised by immutability, traceability, and computational verifiability. Such activity includes the rules embedded in the system, their subsequent modifications, the decision-making pathways, and the logical transformations that underpin its operation.

In this way, blockchain technology appears capable of extracting the regulatory apparatus from the opacity that typically envelops automated processes, restoring to the public sphere the capacity to observe, understand, and contest – on a technically grounded basis – the very genealogy of algorithmic decisions.

Distributed meta-supervision thus takes shape as a mechanism through which public accountability is embedded within a technical infrastructure that is not only resistant to manipulation, but intrinsically transparent and shared. This infrastructure takes the form of a computational archive in which the transformations of the regulatory algorithm – its implementations, weighting criteria, deductive logics, and successive revisions – are preserved in an indelible manner. It thereby becomes possible to reconstruct, in an objectively verifiable way, the circuit of legitimation that recourse to automation risks dissolving, reaffirming that the exercise of regulatory power must be not only lawful, but also scrutable in its technical substance and therefore open to epistemic and procedural contestation.

Such a configuration does not purport to supplant traditional instruments of control, nor does it aspire to replace human judgment with yet another layer of automation. Rather, it introduces an additional level of guarantee, indispensable in an environment in which regulatory functions are increasingly entrusted to digital entities whose operations elude the classical canons of administrative transparency. Distributed meta-supervision thus represents an attempt to re-found the legitimacy of regulatory power within the computational ecosystem, by providing an infrastructure that enables the stable, independent, and technically

---

<sup>21</sup> See M. ALLENA, *Blockchain Technology and Regulatory Compliance: Towards a Cooperative Supervisory Model*, in *European Review of Digital Administration & Law*, n. 2, 2021, pp. 37-43, who highlights how blockchain enables forms of distributed compliance verification and polycentric supervision, anticipating models of control that move beyond the traditional dichotomy between supervisory authorities and supervised entities.

controllable observation of the deep functioning of the algorithmic device.

For this very reason, distributed meta-supervision finds its most compelling testing ground in those sectors in which algorithmic regulation is already operational and institutionalised. Financial markets – by virtue of the intensity of supervision, the technical complexity of the instruments involved, and the centrality of digital supervisory infrastructures – constitute the context in which these dynamics emerge with particular clarity and call for focused reflection.

#### 4. ALGORITHMIC REGULATION IN FINANCIAL MARKETS

In the banking and financial sector, a growing number of digital platforms are being deployed by supervisory authorities to monitor, analyse and oversee the activities of market operators. These platforms support core functions, including automated data collection, the formal and substantive validation of regulatory reporting, compliance monitoring, risk and anomaly analysis, information exchange with supervised entities, and interoperability among national and European authorities.

In Italy, two platforms developed by the central bank deserve particular mention: Infostat, used for the submission of statistical and supervisory reports by banks, financial intermediaries and other operators, and Puma2 (Unified Procedure for Corporate Reporting Matrices), designed for the automated production of supervisory reports and the transformation of accounting data into regulatory reporting<sup>22</sup>. Also noteworthy is Sipaf, the Integrated System for Financial Publication and Analysis operated by Consob (Italian Securities and Exchange Commission), which is used to monitor and collect information on listed companies.

At the European level, the IMAS Portal enables the ECB to carry out banking supervision by managing authorisation procedures and information-based supervisory activities. Reference should also be made to the Firds & Fitrs IT systems. The former is a database introduced by the MiFID II Directive<sup>23</sup>, while the Financial Instruments Transparency System is the database used by ESMA for the collection and publication of financial data (financial instruments, transparency and trading obligations), with the aim of safeguarding market integrity.

Supervision carried out through these digital data-collection platforms – often referred to as data-driven supervision<sup>24</sup> – reveals, on the one hand, their inherent tendency towards forms of self-regulation aimed at maximising efficiency and, on the other hand, their capacity to “enable” public regulation, transforming it into an instrument for supporting and steering market behaviour rather than merely correcting market failures.

---

<sup>22</sup> On this point, see M. CASA, M. CARNEVALI, S. GIACINTI, R. SABATINI, *PUMA cooperation between the Bank of Italy and the intermediaries for the production of statistical, supervisory and resolution reporting*, Bank of Italy occasional paper, no. 734, November 2022.

<sup>23</sup> Directive 2014/65/EU; see also Article 4 of Regulation (EU) No. 596/2014 on market abuse and Article 27 of Regulation (EU) No. 600/2014 (MiFIR).

<sup>24</sup> This terminology is used by Consob, *Piano strategico 2022-2024*, cit., p. 1 e pp. 7 ff.; Id., *Piano strategico 2025-2027*, pp. 7 ff. For a useful case-based analysis, see D. BROEDERS, J. PRENIO, *Innovative technology in financial supervision (SupTech): The experience of early users*, Financial Stability Institute/Bank for International Settlements, Insights on policy implementation, vol. IX, July 2018, [www.bis.org](http://www.bis.org).

As noted above, the supervisory administrative procedure is progressively being condensed, to the point of being largely absorbed into the operating rules of the platform itself, with evident risks in terms of transparency. The transformation of *lex* into *codex* is by no means neutral for the legal system. The digitalisation of public constraints automatically simplifies them and makes them replicable by machines<sup>25</sup>. As a result, changes and evolutions in conduct become, to some extent, mediated by technology, thereby opening up new spaces in which the technical capabilities of the infrastructure itself may generate novel practical solutions.

From the perspective of data scientists – and increasingly also of regulators and legal scholars – it is widely accepted, for example, that equipping these interoperable, data-aggregating platforms with artificial intelligence<sup>26</sup> systems makes it possible to estimate characteristics that are unknown but relevant to anticipate. This applies, *inter alia*, to the analysis of credit exposures recorded for supervisory capital purposes in order to identify inadequately recognised expected losses<sup>27</sup>; to predictive assessments aimed at justifying early intervention measures to prevent the crisis of an intermediary<sup>28</sup>; or to stochastic data analyses capable of identifying macroeconomic scenarios and forecasting potential shocks<sup>29</sup>. Further examples include the analysis of informational assets derived from complaints submitted by private parties to supervisory authorities<sup>30</sup>, as well as the verification of reports on suspicious transactions related to anti-money laundering (AML) or counter-terrorist financing (CTF)<sup>31</sup>. In certain practical applications, predictive capacity merges with *ex post* control, as in the analysis of trading data on financial instruments<sup>32</sup> in order to detect or anticipate market manipulation<sup>33</sup>, or in the development of new early-warning and rating indicators in the design and distribution of financial

---

<sup>25</sup> According to Rabitti and Sciarrone Alibrandi, Reg-RegTech may be understood as the translation of legal rules expressed in natural language into computer code, enabling the automated “reading” of legal norms, whether to allow their application by their addressees or to verify their application by the authorities responsible for enforcement; see *op. cit.*, pp. 456-458.

<sup>26</sup> More generally, on the structure and characteristics of platforms *tout court*, including with reference to information-collection systems, see A. CANEPA, *I mercanti dell'era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Giappichelli, Torino, 2020, pp. 35 ff.

<sup>27</sup> As implemented by the Central Bank of Brazil through the ADAM platform (*Amostragem Determinada por Aprendizado de Máquina*), for which further details are analysed by A. CANEPA, *Crisi bancarie e intelligenza artificiale tra prevenzione e nuove vulnerabilità*, in L. AMMANNATI, A. CANEPA, G. GRECO, U. MINNECI (eds.), *Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*, Giappichelli, Torino, 2025, p. 177.

<sup>28</sup> On this issue, see D. ROSSANO, *Gestione delle crisi bancarie e innovazione tecnologica*, in P. GAGGERO (ed.), *Regulating Technological Driven Finance*, Cacucci, Bari, (forthcoming); see also G. LOIACONO, E. RULLI, *ResTech: innovative technologies for crisis resolution*, in *Journal of Banking Regulation*, n. 23, 2022, pp. 227 ff.

<sup>29</sup> A. SIMEONE, *Predictive methods in economics: the link between Econophysics and Artificial Intelligence*, in P. SAVONA, R. MASERA (eds.), *Monetary Policy Normalization. One Hundred Years After Keynes' Tract on Monetary Reform*, Springer, Cham, 2023, pp. 107 ff.

<sup>30</sup> Since 2021, the Bank of Italy has carried out this activity through an AI-based system known as EspTech; on this issue, see M. B. ARMIENTO, *Prove di regolazione dell'intelligenza artificiale: il Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione degli esposti*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 1, 2023, pp. 105 ff.

<sup>31</sup> R. COELHO, M. DE SIMONI, J. PRENIO, *Suptech applications for anti-money laundering*, Uif, Quaderni dell'antiriciclaggio, October 2019 (published on 9 December 2019); Bank of Italy, *Indagine qualitativa sull'adozione di strumenti innovativi per l'adempimento degli obblighi AML/CFT*, 2 September 2025.

<sup>32</sup> Long since fully automated; see the detailed analysis by N. DE LUCA, *Non più grida dai recinti. L'era delle piattaforme di “trading” e “post-trading”*, in *Analisi giur. dell'economia*, n. 1, 2025, pp. 155 ff.

<sup>33</sup> P. DERIU, S. RACIOPPI, provide a detailed account of machine-learning techniques supporting the detection of insider trading cases, in *Come l'LA può supportare la vigilanza della Consob sugli abusi di mercato*, in *Riflessioni in tema di intelligenza artificiale e attività di vigilanza*, Consob FinTech papers, vol. XV, August 2025, pp. 57 ff.

products and instruments, aimed at predicting and/or curbing phenomena such as greenwashing<sup>34</sup>.

All of this shows how public constraints generate large volumes of data that lend themselves to reprocessing. In carrying out this process, platforms display a capacity for self-regulation aimed at maximising the overall efficiency of the system; in doing so, artificial intelligence becomes a candidate for use as a regulatory tool, in the sense in which the term RegTech is employed in this contribution.

Such self-regulation is based on a detailed and enhanced analysis – depending on the case – of balance-sheet data or non-financial information, trading and payment data, and macroeconomic data. It is not unconstrained, but rather bound to the purpose of the administrative procedure, and translates into the possibility of preventing and resolving conflicts at an early stage, thereby avoiding interference with the market's allocative function in the optimal distribution of resources among participants. From this perspective, artificial intelligence does not merely perform an instrumental role of technical support, but progressively assumes a regulatory function: through predictive, automated correction and continuous monitoring algorithms, it directly affects market dynamics by shaping the behaviour of operators. This gives rise to a use of AI not only as a means of efficiency enhancement, but as a genuine regulatory instrument capable of complementing – and in some cases substituting – traditional forms of prescriptive intervention.

In short, a normative dimension of artificial intelligence is emerging<sup>35</sup>, one that is capable of significantly increasing the efficiency of numerous activities. As previously noted, it may thus be argued that platforms are destined to “enable” regulation: by intervening at a granular level, starting from individual cases<sup>36</sup>, they are able to correct inefficiencies. This may lead to new regulatory practices and to a reversal in the sequence of regulation. Given the machine's ability to penetrate the specificity of individual cases through rapid data processing, computational power can then be used to abstract generalisable prescriptive rules. By way of example, it is

---

<sup>34</sup> Consob has developed two prototypes based on machine-learning and natural language processing techniques, aimed respectively at detecting greenwashing phenomena in the design and distribution of financial products and instruments, and at identifying anomalous behaviours and potential cases of market abuse. The latter, known as Pandora Box, has been developed as a minimum viable product (MVP); source: Consob, *Piano strategico 2025-2027*, cit., p. 8, see also p. 20. Further details are provided by S. PATERLINI, A. NICOLODI, M. GENTILE, V. FOGLIA MANZILLO, M. R. SANCILIO, P. DERIU, *Greenwashing alert system for EU green bonds. The Consob-University of Trento prototype*, Consob FinTech papers, vol. XIV, July 2025. Consob appears to be among the authorities that have launched the largest number of initiatives to experiment with the use of AI in supervisory activities; for an overview, see P. DERIU, S. RACIOPPI, *ibidem*.

<sup>35</sup> This view is also endorsed by M. R. FERRARESE, *Poteri nuovi. Privati, penetranti, opachi*, il Mulino, Bologna, 2022, p. 73, who argues that “platforms and algorithms have a normative substance”. Public law scholarship, in acknowledging this phenomenon, observes that the spread of technology and artificial intelligence exposes public administrations to “rules not produced by traditional sources of law”, F. FRACCHIA, *Lo spazio della pubblica amministrazione. Vecchi territori e nuove frontiere. Un quadro d'insieme*, in *Dir. dell'economia*, n. 2, 2023, p. 301 citing R. FERRARA, *La globalizzazione e il diritto pubblico*, in *Federalismi*, n. 19, 2023, pp. 23 e ss. More specifically, on the normative use of AI, see the early reflections by L. AMMANNATI, F. DI PORTO, *L'intelligenza artificiale per la fornitura di servizi, di applicazioni e la produzione di regole: Digital Services Act, Digital Markets Act e Artificial Intelligence Act*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (eds.), *op. cit.*, vol. I, pp. 479 ff.; L. AMMANNATI, F. COSTANTINO, *Intelligenza artificiale e regolazione dei mercati digitali. Modelli di regolazione e di regolatori*, *ibid.*, pp. 547 ff.; F. DI PORTO, A. SIGNORELLI, *Regolare attraverso l'intelligenza artificiale*, *ibid.*, pp. 617 ff.

<sup>36</sup> For a more in-depth analysis of this case-law, see in particular T. FAVARO, *Artificial Intelligence in Italian Public Administration. Challenges, case-studies and regulatory perspectives*, in *Journal für Rechtspolitik*, n. 1, 2023, pp. 60-73; M. DUGATO, D. VESE, *Intelligenza artificiale, amministrazione e tutela dei diritti*, in M. PALMIRANI (ed.), *La trasformazione digitale della giustizia nel dialogo tra discipline. Diritto e Intelligenza Artificiale*, Giuffrè, Milano, 2022, pp. 183 ff.

entirely feasible to develop recommendation systems (search engines) that provide guidance on the reliability of economic operators with respect to the environmental sustainability of financial products and instruments.

#### 4.1. TYPES OF DIGITAL RULES: COMPUTATIONAL PROVISIONS AND ALGORITHMIC PRESCRIPTIONS

The recourse to platforms tends to generate digital rules<sup>37</sup>. These rules are inherent in the platform itself and encompass both strictly computational provisions resulting from the automated conversion of legal norms (so-called *computational rules*), and prescriptions governing future conduct deriving from the “predictive pace” of the algorithms in use (so-called *algorithmic rules*), as discussed above (*supra* § 4).

As regards digital rules of the first type, namely computational rules in the strict sense, the banking and financial markets have arguably been among their earliest fields of application. Consider, for example, the automatic blocking mechanisms for transactions exceeding the risk or leverage limits laid down by the MiFID II framework<sup>38</sup>, or the algorithmic filters increasingly employed by intermediaries to assess *ex ante* the suitability or appropriateness of an investment in relation to the user’s profile, thereby preventing the execution of non-compliant orders<sup>39</sup>. Similar examples may be found in payment systems governed by the PSD2 Directive<sup>40</sup>, where platforms automatically reject transactions lacking Strong Customer Authentication or failing to comply with technical access standards<sup>41</sup>.

---

<sup>37</sup> With specific reference to the peculiar software programs known as smart contracts, Nuzzo observes that technology has “its own procedural rules, which reduce personal self-determination and subjective intentions to the binary language inherent in programming”; see A. NUZZO, *Algoritmi e potere*, in *Analisi giur. dell’economia*, n. 1, 2019, p. 42.

<sup>38</sup> Articles 24-25 and 48 of Directive 2014/65/EU, cited above, and Articles 54 ff. of Commission Delegated Regulation (EU) No. 2017/565, concerning risk management and operational limits, as well as Article 12 of the Markets Regulation, adopted by Consob pursuant to Resolution No. 20249 of 28 November 2017, as amended.

<sup>39</sup> On the need to assess “digital suitability” in investment services, see M. MENGONI, *La nuova strategia della Commissione Europea in tema di finanza digitale: quid iuris per i (futuri) servizi finanziari offerti dalle società Tech*, *Paper di diritto europeo*, 2021, pp. 122-123; A. DAVOLA, *Gli algoritmi nell’attività finanziaria*, in *FinTech, finanziarizzazione e rivoluzione digitale: coordinate del fenomeno, ed impatto sugli assetti operativi dei mercati*, in *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria. Il paradigma dell’inerenza nella regolamentazione delle tecnologie emergenti*, Utet, Milano, 2020, pp. 91 ff. See also the ESMA Guidelines of 12 April 2022 on certain aspects of the MiFID II appropriateness and execution-only requirements under MiFID II (ESMA 35-43-3006), concerning automated controls, paras 91-93. Reference should further be made to Commission Delegated Regulation (EU) No. 589/2017 on pre-trade controls under the MiFID II framework, which specifies the organisational requirements for investment firms engaging in algorithmic trading.

<sup>39</sup> Articles 97 and 98 of Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 address strong customer authentication and access to payment accounts through standardised interfaces.

<sup>40</sup> Articles 97 and 98 of Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council of 25 November 2015 address strong customer authentication and access to payment accounts through standardised interfaces.

<sup>41</sup> *Application Programming Interface (API)*, namely application programming interfaces; see Commission Delegated Regulation (EU) No. 2018/389 of 27 November 2017, supplementing Directive (EU) 2015/2366 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards on strong customer authentication and common and secure open standards of communication, adopted on the basis of the final report of the European Banking Authority (EBA), *Regulatory Technical Standards (RTS) on Strong Customer Authentication (SCA) and Common and Secure Communication* (EBA/RTS/2017/02, also known as the “EBA RTS on SCA & CSC”). See also EBA, *Opinion on the Implementation of the RTS on SCA and CSC*, 21 June 2019.

In all these cases, the legal rule – aimed at ensuring the fairness, security or transparency of financial activity – is translated, either by operation of law or through self-regulation by the parties, into a technical constraint embedded in the platform’s code<sup>42</sup>. It thus assumes the nature of a digital rule “implanted” in the platform’s operational architecture and co-essential to the functioning of the automated system itself.

Such technical rules do not merely support the technology in use, but directly implement the legal norm<sup>43</sup>, binding operators *ex ante* and eliminating any margin of applicative discretion; they are, in other words, *hard coded*.

Algorithmic rules<sup>44</sup>, by contrast, arise from the operation of platforms through the deployment of “AI-based methodologies”<sup>45</sup> and, as noted above, display the capacity to orient future conduct.

It is therefore unsurprising that attentive scholarship had already observed that, in FinTech sectors most deeply shaped by algorithms – such as high-frequency trading, robo-advisory services and creditworthiness assessment – artificial intelligence shifts “from being a productive factor of the organisation to becoming the organisation of productive factors itself”<sup>46</sup>, thereby assuming an autonomous, non-instrumental role.

These rules, which we term algorithmic because they derive directly from the functioning of the machine<sup>47</sup>, possess significant potential to accelerate the processes to which they apply, while at the same time giving rise to new risks<sup>48</sup>.

For present purposes, a first conclusion may be drawn. The normative vocation of automated systems requires the application of rules governing the functioning of the digital market that serve as a guarantee of a precondition for competition, always with a view to maximising efficiency. What thus emerges is a regulatory

---

<sup>42</sup> On the notion of “digital rules” as the technical embodiment of normative prescriptions, see L. FLORIDI, *The Logic of Information*, Oxford University Press, Oxford, 2019, pp. 201 ff.; L. LESSIG, *Code and Other Laws of Cyberspace*, Basic Books, New York, 1999.

<sup>43</sup> It is, of course, necessary to pay close attention to the specific features of the enabling technologies to which reference is made. With regard to Distributed Ledger Technologies (DLT), or blockchain, for example, a distinct assessment is required, insofar as computer code itself comes to operate automatically as a legal rule. On this issue, see A. ANTONUCCI, *La controvertibile fiducia verso la matematica: il codice informatico come regolatore*, in *I non-luoghi di produzione delle regole*, in A. ANTONUCCI, M. DE POLI, A. URBANI (eds.), *I luoghi dell’economia. Le dimensioni della sovranità*, Giappichelli, Torino, 2019, pp. 20 ff., who illustrates, with reference to bitcoin, the displacement of the “natural” legislator, since regulation is entrusted to autonomous “processes and mechanisms defined by the computational architecture”. In a similar vein, see P. DE FILIPPI, S. HASSAN, *Blockchain technology as a regulatory technology. From code is law to law is code*, in *First Monday*, 2016, p. 12.

<sup>44</sup> The proposed terminology appears to be confirmed by a similar usage in K. YEUNG, *Algorithmic Regulation: A Critical Interrogation*, in *Regulation & Governance*, n. 4, 2017, pp. 505 ff., and further developed in several of the contributions collected in K. YEUNG, M. LODGE, (eds.), *Algorithmic Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2019.

<sup>45</sup> The effective expression is due to B. GALGANI, *Ragioni e conferme di una “visione”*, in *Processi, rappresentazioni e piattaforme digitali* (ed.), Giappichelli, Torino, 2023, XIII.

<sup>46</sup> P. LUCANTONI, *L’high frequency trading nel prisma della vigilanza algoritmica*, in *Analisi giur. dell’economia*, n. 1, 2019, p. 297, as cited by R. LENER, *Il paradigma dei settori regolati e la democrazia dell’algoritmo. Note introduttive*, in *Riv. dir. bancario*, supplement 2020-2021, pp. 198-199.

<sup>47</sup> For an illustrative example, see *supra* § 4.

<sup>48</sup> First, negative externalities, potentially capable of generating systemic risks, arising from biases or errors in the construction of datasets or in the functioning of algorithms; see C. O’NEIL, *Weapons of Math Destruction. How Big Data Increases Inequality and Threatens Democracy*, Crown Pub, New York, 2016, (Italian trans., *Armi di distruzione matematica*, Bompiani, Firenze, 2017); S. BAROCAS, A. D. SELBST, *Big Data’s Disparate Impact*, in *California Law Review*, n. 3, 2016, pp. 671 ff. In legal scholarship, see the comprehensive overview by A. CELOTTO, *Come regolare gli algoritmi. Il difficile bilanciamento fra scienza, etica e diritto*, in *Analisi giur. dell’economia*, n. 1, 2019, pp. 47 e ff.

and managerial power exercised by platforms that does not presuppose a market failure, but rather a form of market discipline, partly constituted by digital rules.

The distinction outlined between computational provisions and algorithmic prescriptions should not, however, be understood as rigid or impermeable. Transfers between the two categories are in fact possible: there are instances in which a computational rule evolves into an algorithmic rule of governance (cf. *infra* § 9); conversely, a check performed through an “algorithmic filter” may amount to a purely computational rule, for example by generating an automatic suspension of activity.

## 5. DATA SHARING AND COMPUTATIONAL TRUST

RegTech and SupTech operate most effectively in ensuring efficient supervision when two preliminary conditions are met: interoperability and data governance. Within the domestic legal framework, interoperability makes it possible to leverage the services of the National Data Platform (Piattaforma Digitale Nazionale Dati – PDND)<sup>49</sup>, thereby enabling data sharing, which in turn presupposes robust data governance grounded in computational trust.

Not only in the private sector, but also in the public sphere, data thus become assets subject to exchange and valorisation<sup>50</sup>, acquiring relevance insofar as they generate positions of dominance. Suffice it to note that, in business law, data sets may be protected by intellectual property rights without temporal limits<sup>51</sup>, whereas in the

---

<sup>49</sup> Managed by the Presidency of the Council of Ministers, it is a technological infrastructure envisaged as early as 2017 and implemented only in 2022 thanks to funding under the National Recovery and Resilience Plan (PNRR). Adherence to it is mandatory for public administrations, providers of public services and non-listed companies controlled by public owners. The infrastructure enables interoperability among information systems and databases, allowing the exchange of information between participating entities in order to enhance the knowledge and use of informational assets held for institutional purposes (see Article 50-ter of Legislative Decree No. 82/2005, as introduced by Article 45(2) of Legislative Decree No. 217/2017). In the legal scholarship, see A. SANDULLI, *Lo “Stato digitale”. Pubblico e privato nelle infrastrutture strategiche*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, n. 2, 2021, pp. 513 ss.

<sup>50</sup> As G. FINOCCHIARO aptly observes, “information has been ‘entity-fied’ and ‘reified’, becoming ‘things’. Data, both personal and non-personal, have become objects of communication and also of valorisation”; see ID., *La sovranità digitale*, in *Dir. pubbl.*, n. 3, 2022, p. 817.

<sup>51</sup> See K. PISTOR, *The Code of Capital. How the Law Creates Wealth and Inequality*, Princeton University Press, Princeton, 2019 (Italian trans., *Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza*, Roma, 2021), who recalls that similar protectionist mechanisms – described as feudal in nature insofar as they evoke the inalienability constraints (*entails*) of medieval guilds – underpin the economic success of major corporations such as Google, Facebook and Amazon. On the protection of datasets as original databases, V. FALCE, *Le regole sulle banche dati nella strategia europea: (molti) diritti e (poche) responsabilità*, in A. PAJNO, F. DONATI, A. PERRUCCI (eds.), *op. cit.*, vol. II, pp. 360 ff.



public sector one often encounters “competitive” assessments among administrations<sup>52</sup>, which make them reluctant to pool<sup>53</sup> their informational assets.

Moreover, there are regulatory obstacles to information sharing, primarily linked to the nature of the data that may or may not be shared. At present, public data governance is neither fully transparent nor uniform. In response to such tendencies towards “closure”, legal systems promote institutional interoperability, which presupposes the technical interconnection inherent in the functioning of information systems<sup>54</sup>.

Within the Italian legal order, the National Data Platform (PDND), acting as a single aggregating entity, enables interoperability among information systems and cloud-based databases, allowing – subject to authentication – the exchange of information among participating bodies, with a view to enhancing knowledge and use of the informational assets held for institutional purposes. Independent administrative authorities entrusted with guarantee, supervisory and regulatory functions are likewise required to accredit with the PDND, develop the relevant interfaces and make their databases available. No special exemption is provided for supervisory systems in the banking and financial sector, which are therefore subject to the same obligation of data sharing among public authorities<sup>55</sup>.

At the European level, the Commission is actively promoting the development of data spaces and platforms for data sharing<sup>56</sup>. These initiatives aim to create secure and interoperable digital ecosystems in

---

<sup>52</sup> This point is also emphasised by A. SANDULLI, *Lo “Stato digitale”*, cit., pp. 513 ff., who outlines the framework of behavioural and regulatory incentives and disincentives. In any event, “failure to comply with the obligation to make one’s databases, or aggregated and anonymised data, available and accessible constitutes the failure to achieve a specific result and a significant objective on the part of the managers responsible for the relevant organisational units, and entails a reduction of no less than 30 per cent of the performance-related remuneration and of the additional compensation linked to individual managerial performance, as well as a prohibition on awarding bonuses or incentives within the same organisational units” (Article 50-ter(5) of the Digital Administration Code – *Codice dell’amministrazione digitale*, CAD).

<sup>53</sup> Pursuant to Articles 2(2) and 50-ter of the Digital Administration Code (CAD), for present purposes only the exercise of activities and functions relating to public order and public security, defence and national security, judicial police and economic and financial police functions remain excluded.

<sup>54</sup> This point is clearly explained in Recital 10 of Directive 2009/24/EC, which states that: “The function of a computer program is to communicate and work together with other components of a computer system and with users and, for this purpose, a logical and, where appropriate, physical interconnection and interaction is required to permit all elements of software and hardware to work with other software and hardware and with users in all the ways in which they are intended to function. The parts of the program which provide for such interconnection and interaction between elements of software and hardware are generally known as ‘interfaces’. This functional interconnection and interaction is generally known as ‘interoperability’; such interoperability can be defined as the ability to exchange information and mutually to use the information which has been exchanged.”

<sup>55</sup> A. SIMONATI, *I dati detenuti dall’amministrazione, come bene a destinazione pubblica*, in AA. VV., *I beni pubblici. Tradizione e innovazione*, *Annuario 2024*, Editoriale scientifica, Napoli, 2025, pp. 349-350, observes that, whenever the public interest is involved, private parties lose a veto right over undesired data processing and may rely only on data traceability. As the author notes, “indeed, when a subject – let us assume, even voluntarily – provides the public administration with data concerning him or her, it will not always be possible, even where adequate information has been provided, to understand with which other data such information will be correlated. (...) These risks are particularly evident with regard to processing carried out by administrative authorities, given the tendency towards an informal osmosis among public-sector databases, often in the absence of rigorous formal safeguards”.

<sup>56</sup> This process culminated in the Data Governance Act (Regulation (EU) No 868/2022 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on European data governance, notably Chapter II on the re-use of certain categories of data held by public sector bodies and Chapter IV on data altruism) and in the so-called Data Act (Regulation (EU) No 2854/2023 of the European Parliament and of the Council of 13 December 2023 on harmonised rules on fair access to and use of data). Particular attention should be paid to Chapter V of the latter, which authorises public bodies



strategic sectors, facilitating the exchange of information among different public and private actors. Interoperability among the systems of the Member States<sup>57</sup> must also be achieved in the banking and financial domain<sup>58</sup>. An initial implementation is entrusted to the ESAP legislative package (European Single Access Point)<sup>59</sup>, a centralised system hosted by the European Securities and Markets Authority (ESMA), which will receive financial and non-financial information on companies and their financial products from national collection bodies across the EU, thereby increasing their visibility and expanding the pool of potential investors. Once such a European database is established, it may evidently also be used for data-driven supervision, or SupTech, thus generating forms of algorithmic regulation (*supra* §§ 4 and 4.1).

Ultimately, automated supervision can be effective only if interoperable infrastructures are put in place. However, such infrastructures do not, in themselves, ensure either transparency or accountability of the algorithms operating within them. From this perspective, blockchain technology – when integrated into specific regulatory frameworks (namely eIDAS II and DORA, discussed *infra* §§ 7-9) – may constitute a layer of meta-supervision capable of ensuring computational trust and institutional legitimacy in the algorithmic regulation of markets.

## 6. TESTING DIGITAL RESILIENCE FOR DATA-DRIVEN CYBER SUPERVISION

The analysis of the most recent innovations applied to the functioning of financial markets highlights the infrastructural dimension of market digitalisation, revealing a regulatory horizon that extends beyond the traditional scope of FinTech, which is generally structured around the services offered<sup>60</sup> and thus characterised by a fragmented legislative approach.

---

to share data among themselves, with the European Commission, the European Central Bank or other Union bodies in order to address exceptional needs or to comply with obligations laid down by national or EU law, as well as to Chapter VIII, which is devoted to interoperability. In the legal scholarship, see M. R. FERRARESE, *La sovranità è un bene contendibile? Sfide e potenzialità dei poteri globali*, in *Costituzionalismo.it*, n. 2, 2024, p. 123, citing G. RESTA, *La dimensione collettiva dei dati personali*, in *Parole chiave*, n. 9, 2023, p. 103, who notes that “the distinctiveness of the European regulatory approach emerges particularly in the recent Data Governance Act, which entered into force in 2023 and reveals a new, not merely defensive, attitude towards large web-based companies, while also introducing the innovative initiative of ‘data altruism’, pursuing ‘an objective of opening informational silos and harnessing the value of personal and non-personal data present in Europe through the establishment of common data spaces subject to free intra-EU circulation’”.

<sup>57</sup> On the issue of information exchange at the European level and the development of interoperable networks, see S. FARO, *Informazione (Società della)*, in M. P. CHITI, G. GRECO (eds.), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, special part, vol. III, Giuffrè, Milano, 2007, 2nd edn, pp. 1287 e ff. More recently, see M. FALCONE, *Ripensare il potere conoscitivo pubblico tra algoritmi e big data*, Editoriale scientifica, Napoli, 2023, which provides a valuable basis for further analysis of the links between information-based supervision and new forms of algorithmic knowledge.

<sup>58</sup> Rabitti and Sciarrone Alibrandi recall the rules aimed at promoting the sharing of financial data within a dedicated “common data space”, as already envisaged in the European Strategy for Data; see M. RABITTI, A. SCIARRONE ALIBRANDI, above, p. 452.

<sup>59</sup> It will become fully operational through a three-phase implementation process by 2030.

<sup>60</sup> Ciocca highlights the opportunistic strategy adopted by Big Tech firms in selecting their initial “playing field” among financial activities in which technology is predominant and the (perceived) reputational risk is lower, such as payment systems; see ID., *Dati e finanza: nuove opportunità e nuove vulnerabilità. La necessità di cambiare paradigma*, speech delivered at the meeting of the ABI Executive Committee, 18 November 2020, pp. 3-4.

The strongest harmonising vector appears to be the Digital Operational Resilience Act (the DORA Regulation)<sup>61</sup>, which lays down obligations concerning the security of networks and systems supporting the business processes of undertakings in the banking and financial sector<sup>62</sup>. Its purpose is to integrate ICT risks into the operational risks borne by financial intermediaries, so that such risks are taken into account in determining the capital requirements designed to ensure their stability. Accordingly, unlike the CER Directive<sup>63</sup>, the DORA Regulation is far more focused on cybersecurity aspects<sup>64</sup>.

The virtual infrastructures used in financial markets are in fact exposed to significant cybersecurity vulnerabilities and are therefore subject to the NIS2 Directive updating the Network and Information Security framework<sup>65</sup>. The DORA Regulation may be regarded as a specialised articulation of the NIS2 regime<sup>66</sup>, while nevertheless resulting in a fully integrated system in which, for certain identified areas, special regulation prevails, whereas the broader NIS2 framework re-expands whenever required by the State's essential functions relating to public security, defence and national security<sup>67</sup>.

---

<sup>61</sup> Regulation (EU) No. 2554/2022 of 14 December 2022; as regards its domestic implementation, see also Legislative Decree No. 23 of 10 March 2025, *Provisions for the Adaptation of National Legislation to Regulation (EU) 2022/2554*.

<sup>62</sup> For an in-depth analysis, see M. PIGNATTI, *La cybersecurity nella digitalizzazione del settore finanziario*, in *Teoria e critica della regolazione sociale*, n. 2, 2024, pp. 157 ff., also with regard to the relationship between NIS2 and DORA; see also, G. SCHNEIDER, *La resilienza operativa digitale come materia di corporate governance: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Riv. corporate governance*, n. 4, 2022, pp. 553 ff.; G. ALFANO, *Rischi informatici nel settore finanziario: strumenti di prevenzione e resilienza operativa digitale*, in *Riv. dir. bancario*, supplement n. 4, 2024, pp. 357 ff.

<sup>63</sup> *Critical Entities Resilience*, Council Directive 2008/114/EC, repealed and replaced by Directive (EU) 2022/2557 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022.

<sup>64</sup> Not by chance, with reference to the legislative proposal, P. CIOCCA, *op. cit.*, pp. 5-6, observed that “in the negotiation of the regulation, an issue that will certainly require further scrutiny is the one lying at the intersection between the EU competences of supervisory authorities (both national and European) and matters of national security, which at present remain exclusively within the competence of the Member States. This is a field that has yet to be fully explored”.

<sup>65</sup> Directive (EU) 2022/2555 of the European Parliament and of the Council of 14 December 2022 (implemented in Italy by Legislative Decree No. 138/2024), which amends Regulation (EU) No. 910/2014 and Directive (EU) 2018/1972 and repeals Directive (EU) 2016/1148 (the so-called NIS Directive), significantly expands both the personal and material scope of application of the rules on the security of network and information systems and is accompanied by the imposition of detailed requirements. Cybersecurity is in fact governed by an extensive and specialised regulatory framework, within which particular mention should be made of the Cybersecurity Act, namely Regulation (EU) No. 881/2019 of the European Parliament and of the Council of 17 April 2019 on ENISA (the European Union Agency for Cybersecurity) and on information and communications technology cybersecurity certification. At national level, this framework has been complemented by Decree-Law No. 105/2019 on cybersecurity, which defines the national cybersecurity perimeter and refers to a number of implementing measures. Finally, mention should be made of the Cyber Resilience Act (CRA), Regulation (EU) No. 2847/2024 of the European Parliament and of the Council of 23 October 2024. In the legal scholarship, see G. ROMAGNOLI, *Lo Stato regolatore e i suoi limiti a fronte del cyber risk*, in *Dir. mercato assicur. e finanz.*, n. 1, 2024, pp. 159 ff.; T.F. GIUPPONI, *Il governo nazionale della cybersecurity*, in *Quad. cost.*, n. 2, 2024, pp. 277 ff.; P. GAGGERO, *L'azione normativa del Governo in materia di cybersecurity*, in B. BAILO, M. FRANCAVIGLIA (eds.), *Bilanci e prospettive intorno ai poteri normativi del Governo*, Jovene, Napoli, 2023, pp. 347 ff.; L. PREVITI, *La nuova legge sulla cybersecurity, un passo avanti e due indietro*, in *Giorn. dir. amm.*, n. 1, 2025, pp. 60 ff.

<sup>66</sup> In its Recital 16, the DORA Regulation qualifies itself as *lex specialis* with respect to the NIS2 Directive while “at the same time, it is crucial to maintain a strong relationship between the financial sector and the Union horizontal cybersecurity framework as currently laid out in Directive (EU) 2022/2555 to ensure consistency with the cyber security strategies adopted by Member States and to allow financial supervisors to be made aware of cyber incidents affecting other sectors covered by that Directive”.

<sup>67</sup> On this issue, see R. URSI (ed.), *La sicurezza nel Cyberspazio*, Franco Angeli, Milano, 2023 and in particular ID., *La sicurezza cibernetica come funzione pubblica*, *ibid.*, pp. 7 ff.; MATASSA, *La regolazione della cybersecurity in Italia*, *ibid.*, pp. 21 ff.; L. SCOGNAMILLO, *Cybersecurity e sicurezza nazionale*, *ibid.*, pp. 71 ff.; L. CALANDRIELLO, *Il perimetro di sicurezza*

The interaction between these different regulatory layers has been effectively captured in the literature by distinguishing between, on the one hand, the “defence of the technological ‘fortress’, which protects certain interests against attacks aimed at undermining their stability”, and, on the other hand, “preventive activity, which materialises in the promotion of infrastructure resilience against potential or actual threats to their functioning, with a view to preventing or mitigating harm to individuals, undertakings operating in sectors crucial to economic life, or democratic institutions”<sup>68</sup>. At these two levels, national security interests<sup>69</sup> and European objectives relating to the protection of the internal market intersect and overlap.

One immediate consequence is the need to harmonise cyber supervision, which becomes a unifying factor for FinTech and is capable of attracting third-party providers of ICT services deemed critical for the financial sector, even when established in third countries, under a specific supervisory regime<sup>70</sup>.

Moreover, the increasing reliance on platforms and artificial intelligence systems for the supervision and regulation of financial markets – discussed at length above (*supra* § 4) – would *de iure condendo* require the extension of digital resilience testing also to the public authorities involved. The question then arises as to which body should be entrusted with this specific form of cyber supervision<sup>71</sup>. It would clearly be inappropriate to replicate the system designed for economic operators, as this would amount to inadequate self-monitoring. Nor does it seem feasible to rely on the National Cybersecurity Agency, which at present does not appear to be equipped with the personnel and resources necessary to assume an additional function that would, moreover, often involve complex second-level oversight of highly technical authorities. In any event, this type of regulation – focused on a relatively narrow set of technical instruments of banking supervision – does not seem to raise “sovereignty reservations” comparable to those that have led to the exclusion of central banks from the framework governing critical infrastructures and cybersecurity. It would in any case be possible to exclude activities relating to monetary policy, while subjecting banking supervision to such a regime. From this perspective as well, in providing dynamic security for the functioning of financial market infrastructures, the “neutral” certification offered by blockchain technology, already mentioned above (*supra* § 2), would present significant advantages

---

*nazionale cibernetica*, *ibid.*, pp. 139 ff. According to R. URSI, *ibid.*, p. 9, “the objective is not only the self-preservation of the State and its components, but above all the security of individuals, groups, and *economic* and social *entities*, within a neo-Hobbesian framework” (emphasis added).”

<sup>68</sup> R. URSI, *ibid.*, p. 14.

<sup>69</sup> To grasp its complexity and “elusiveness”, it suffices to recall that “at the current state of the art, it is possible to derive from the existing legal framework a definition of ‘cybersecurity’, but not of ‘national security’”, as noted by M. MATASSA, *Sicurezza cibernetica e nazionale nell’ordinamento multilivello: quale possibile convivenza?*, in *Teoria e critica regolazione sociale*, n. 1, 2025, p. 77.

<sup>70</sup> Recitals 79-83, in particular Recital 81, as well as Articles 2(1)(u), 3(1)(23)-(24), and 31 ff. of the DORA Regulation.

<sup>71</sup> Such cyber supervision would, in general terms, be added to the obligations imposed by NIS2, pursuant to the combined application of Article 6 and Annexes I and III of Legislative Decree No. 138/2024, cited above. It should be recalled, however, that the Bank of Italy is exempt from such requirements, since neither the CER Directive (Article 2(10)) nor the NIS2 Directive (Article 6(35)) includes the judiciary, parliaments or central banks within the scope of public administration (see Article 4(2) of Legislative Decree No. 138/2024). On the evolution that led to the extension of NIS2 to the entire public administration, subject to the aforementioned exclusions on grounds of sovereignty and national security, see M. MATASSA, *La regolazione della cybersecurity*, cit., p. 30.

(*infra* §§ 7 ff.).

Overall, the legislative framework shows that network security is becoming a vector of harmonisation in techno-finance, capable of constructing a unified regulatory framework. It therefore becomes necessary to assess whether the cyber dimension of supervision affects not only the substantive content of control, but also the very means through which such control is structured.

On closer inspection, cyber supervision of intermediaries already appears not as a merely contextual discipline<sup>72</sup>, but as a genuine evolution of financial regulation taking on a new configuration<sup>73</sup>. A symbiosis between technology and law emerges, at times almost inextricable. The preventive public intervention envisaged by DORA pursues objectives that, although mediated by the specificities of cybersecurity, largely coincide with the aims of traditional sectoral supervision: the sound and prudent management of supervised entities, overall stability, efficiency and competitiveness of the financial system, transparency and fairness in relations with customers, complemented by the safeguarding of trust in the financial system and the protection of investors.

The evolution of markets thus suggests the need to rethink the traditional structure of financial supervision, creating new space for its expression in cyber terms. New forms of supervision and regulation are emerging as direct products of technological innovation, capable of enhancing both the scope and the effectiveness of public intervention.

## **7. BLOCKCHAIN AS AN ENABLING INFRASTRUCTURE FOR THE DORA REGULATION**

The cyber-oriented transformation of financial supervision requires reflection not only on the expansion of the substantive scope of public oversight, but also on the reconfiguration of the instruments through which it is exercised. Once conceptualised as a structural parameter, digital operational resilience cannot be reduced to organisational arrangements alone; it must be embedded within the technical architectures that sustain the functioning of financial markets. From this standpoint, digital resilience law transcends the mere prescription of conduct, intervening instead in the configuration of the very systems through which regulatory control is operationalised. It is within this framework that the analysis of the DORA Regulation is situated, together with the potential role of blockchain technology, more broadly understood as distributed ledger technologies, as an enabling infrastructure for a form of digital operational resilience conceived *by design*.

Consistently with this approach, the DORA Regulation does not limit itself to requiring the adoption of

---

<sup>72</sup> In order to better reflect on the “density” of the ongoing transformation, it is worth recalling that the relatively late emergence of a body of cybersecurity law – dating back only to the last decade – is attributable to the relationship between sovereignty and cyberspace, which was initially “conceived as a virtual space detached from the economic and geopolitical problems of the real world”; see M. MATASSA, *La regolazione della cybersecurity*, cit., p. 23.

<sup>73</sup> According to F. SARTORI, *Gestione dei rischi Ict e governance bancaria*, in *Riv. reg. mercati*, n. 2, 2025, the regulatory framework governing ICT risk constitutes “one of the new frontiers of sound and prudent management, not only because it profoundly affects traditional risk safeguards, but also because it defines the very conditions for an intermediary’s admission to, and continued presence in, the regulated financial market”.

internal procedures; instead, it demands that digital processes be structured in such a way as to render critical events immediately detectable, reconstructable, and verifiable. To this end, it mandates the implementation of ICT incident management systems and of complete and tamper-resistant traceability records covering the entire lifecycle of digital processes (Articles 15-17)<sup>74</sup>, as well as, pursuant to Article 28, the assurance of traceability and integrity in relations with third-party providers classified as “critical”<sup>75</sup>. These requirements articulate a conception of resilience grounded in the integration of organisational safeguards and technical architectures.

The same logic informs the sanctioning and corrective regime set out in Title VI of the DORA Regulation, the application of which presupposes the existence of an unbroken chain of custody of ICT incidents and the integrity of the corresponding digital evidence<sup>76</sup>. In light of these provisions, the documentation and traceability of cyber events become the very foundation of legal responsibility and regulatory compliance. Compliance is no longer demonstrated *ex post* through declarations or episodic verifications, but through the structure of ICT systems themselves. It follows that the Regulation requires banks and financial operators to demonstrate that their systems are free from single points of vulnerability, ensure the integrity, availability, and traceability of data and operations, and provide complete and verifiable records throughout the entire operational cycle.

In this context, the need for reliable and non-manipulable digital evidence also acquires particular relevance in relation to the progressive emergence of data-driven models of supervision. The possibility of

---

<sup>74</sup> In particular, Article 15(c) requires the development of mechanisms capable of enabling the timely identification of anomalous activities and of the criteria triggering the processes for detecting ICT-related incidents; Article 15(a) of the same Regulation further requires that security tools and policies ensure the availability, authenticity, integrity, and confidentiality of data, thereby presupposing the possibility of verifying their reliability and non-alteration. Article 17(2) and (3)(b) additionally mandates the recording of all ICT-related incidents and the adoption of procedures to identify, track, record, categorise, and classify them according to their severity and impact on the affected services, thus enabling the reconstruction of the event and of its underlying causes. Taken together, these provisions delineate a model of operational resilience that does not exhaust itself in organisational safeguards, but requires a technical structuring of digital processes capable of rendering incidents knowable, verifiable, and assessable *ex post* by the supervisory authority.

<sup>75</sup> Indeed, with regard to third-party ICT service providers classified as “critical”, Article 28 of the DORA Regulation requires financial entities to establish and maintain a register of information relating to all contractual arrangements with such providers (para. 1). This register must include, inter alia, information on the nature of the services provided, their criticality or materiality, the location of the supported functions, and the main operational dependencies. The same provision further requires that contractual relationships be structured so as to ensure the traceability, accessibility, and integrity of relevant information, as well as the right of competent authorities to access the data necessary for the exercise of their supervisory functions (paras. 2 and 7). These requirements are intended to render dependencies on critical ICT providers knowable and verifiable over time, thereby enabling the *ex post* reconstruction of responsibility and of the risk profiles associated with the outsourcing of essential or important functions.

<sup>76</sup> See Title VI of Regulation (EU) 2022/2554, in particular Articles 50-52, which confer upon the competent authorities powers of investigation, access to information, and the adoption of corrective and sanctioning measures. More specifically, Article 50 grants competent authorities the power to impose corrective measures and administrative sanctions in the event of breaches of the obligations laid down by the Regulation, while Articles 51 and 52 govern the exercise of supervisory and investigative powers, including the ability to request information, access documentation, and carry out inspections.

The effective exercise of these powers is contingent upon the availability of reliable documentation of ICT-related incidents, consistent with the obligations of recording, traceability, and retention of information set out in Articles 15-17. It follows that the effectiveness of the sanctioning framework presupposes the integrity and continuity of the digital evidence relating to the critical event, thereby configuring a genuine informational chain of the incident that is relevant for the purposes of legal responsibility.

exercising continuous and proportionate oversight over digital operational risks presupposes the availability of structured information flows capable of being processed through automated tools without undermining the attribution of supervisory decisions to public authority. It is from this standpoint that blockchain technology may be understood as a potential enabling infrastructure, not as an instrument for automating supervision, but as a mechanism for guaranteeing the integrity, traceability, and verifiability of the data that underpin supervisory activity<sup>77</sup>. In this sense, blockchain contributes to strengthening the epistemic foundations of data-driven supervision, insofar as it stabilises and renders reliable the data upon which supervisory analysis is based, thereby reducing information asymmetries between intermediaries and supervisory authorities.

Although the Regulation never explicitly refers to systemic risk, its ultimate orientation is clearly towards its prevention<sup>78</sup>. This emerges, first and foremost, from the attention devoted to critical ICT third-party providers and to mechanisms of operational continuity, since an entity is deemed operationally resilient only insofar as it is capable of ensuring the continuity of its critical functions even in the presence of ICT incidents or external disruptions. The objective is thus to prevent dependence on a single infrastructure or provider from generating a concentration of risk capable of undermining the overall stability of the European financial system. From this perspective, operational continuity is not conceived as a mere managerial obligation, but as a constitutive requirement of digital resilience.

Within this framework, the dialogue between the categories of economic law and the language of computer science reveals a significant conceptual convergence. The legal notion of risk concentration proves functionally analogous to the technical concept of a Single Point of Failure (SPOF)<sup>79</sup>. Both describe a condition of systemic vulnerability in which reliance on a single infrastructure or control node exposes the entire system to the risk of disruption or collapse<sup>80</sup>. Such functional concentration therefore runs counter to the principle of operational continuity, since the failure or attack of the critical node would result in a comprehensive interruption

---

<sup>77</sup> In this regard, see S. GRIMA, M. KIZILKAYA, K. SOOD, M. ERDEMDELICE, *The Perceived Effectiveness of Blockchain for Digital Operational Risk Resilience in the European Union Insurance Market Sector*, in *Journal of Risk and Financial Management*, n. 8, 2021, p. 363. On the basis of an empirical investigation, the authors show that financial market participants perceive blockchain as a tool capable of strengthening certain aspects of digital operational resilience as outlined by the DORA Regulation, owing to its reliability, flexibility, and relevance in the management of operational risk. The study, however, remains confined to the level of market perceptions and does not undertake a legal or techno-architectural assessment of compliance with regulatory requirements.

<sup>78</sup> See L. JANČIŪTĖ, *Cybersecurity in the Financial Sector and the Quantum-Safe Cryptography Transition: In Search of a Precautionary Approach in the EU Digital Operational Resilience Act Framework*, in *International Cybersecurity Law Review*, n. 6, 2025, pp. 145-154, who highlights how, in the financial sector, cyber threats may transcend the dimension of operational risk and come to constitute systemic risks, due to the deep digital interdependence that characterises financial infrastructures. In particular, the author emphasises that a severe ICT incident may rapidly propagate throughout the financial system, undermining essential functions and operators' trust, with potentially macroeconomic effects.

<sup>79</sup> In computer science, a Single Point of Failure is defined as any component of a system that concentrates an essential function in the absence of alternatives or redundancies, such that its malfunction, compromise, or unavailability is capable of causing the disruption or serious impairment of the system's overall functioning.

<sup>80</sup> In partially convergent terms, albeit on a political and organisational plane, see M. ATZORI, *Blockchain Technology and Decentralized Governance: Is the State Still Necessary?*, above, where state centralisation is described as a Single Point of Failure. The author employs this category to criticise the concentration of public power; in the present contribution, by contrast, the notion is used as a functional interpretative key for the prevention of systemic risk, with a view to ensuring digital operational resilience.

of the service.

When read in this light, the requirements imposed by the European Regulation on digital operational resilience, namely integrity, availability, traceability, and verifiability of information, correspond to the properties structurally ensured by decentralised architectures. Without explicitly referring to them, the regulatory framework established by DORA appears oriented towards technological models capable of guaranteeing the non-repudiation of digital records and the stability of evidentiary data throughout the entire lifecycle of ICT processes. In other words, the Regulation does not merely aim to enhance the security of financial markets, but contributes to shifting the centre of gravity of regulation from the behaviour of operators to the configuration of infrastructures. In this sense, distributed ledger technology may be read as an infrastructure particularly consistent with regulatory requirements of immutability and retrospective verifiability of data, reducing the risk of alteration or manipulation of information relating to ICT incidents and relations with third-party providers.

A DLT-based system is capable of strengthening the mechanisms of due diligence and continuous monitoring required by the Regulation by offering a distributed and tamper-resistant record of providers' security posture and of critical interactions. In this way, the principles of operational resilience *by design* enshrined in the DORA Regulation, and in particular the requirement to avoid single points of vulnerability (Non-SPOF), find a possible architectural translation capable of rendering computationally operational the normative resilience imposed by European law.

## **8. THE EIDAS 2.0 REGULATION AND DIGITAL IDENTITY SYSTEM RESILIENCE**

In the same vein, the technical resilience outlined by the Digital Operational Resilience Regulation can be fully achieved only if it rests upon a legally recognised trust infrastructure. In the absence of reliable mechanisms of identification and authentication, the traceability of events, the non-repudiation of operations, and the attribution of responsibility would be structurally compromised. From this perspective, Regulation (EU) 2024/1183 (the so-called eIDAS 2.0 Regulation) constitutes a necessary complement to DORA, as it ensures the uniform legal validity of digital identities, signatures, and attestations across the Union for the purposes of subjective attribution, evidentiary effectiveness, and the non-repudiation of digital operations. Although apparently distinct, the two regulatory instruments are in fact complementary pillars of the Digital Finance Package, united by the common objective of constructing a European infrastructure of trust and operational reliability for the digital economy.

Accordingly, Article 5-septies of Regulation (EU) 2024/1183 requires Member States to ensure that certain entities, including those operating in the financial sector, accept European Digital Identity Wallets (EUDI

Wallets)<sup>81</sup> for electronic authentication and access to services whenever strong authentication is required<sup>82</sup>. Since operational resilience presupposes the reliable identification of users and the secure management of access rights to systems supporting essential or important functions, the EUDI Wallet may be functionally qualified as a mechanism of Strong Customer Authentication<sup>83</sup> for access to regulated digital financial services. Insofar as it enables an authentication procedure based on independent factors, it ensures a high level of security, the subjective attribution of operations, and the protection of authentication credentials, in line with the highest standard recognised under European Union law. In this sense, digital identity infrastructures do not merely enable access to services, but also constitute a precondition for the traceability and contestability of algorithmic decision-making.

This framework makes clear that the eIDAS 2.0 Regulation provides the legal foundation of the trust upon which the technical resilience envisaged by the DORA Regulation is built. The argument advanced here is that this identity infrastructure may be further strengthened through the adoption of a Self-Sovereign Identity (SSI)<sup>84</sup> model based on Distributed Ledger Technology, thereby extending the legal foundation of digital identity into a fully-fledged ecosystem of distributed trust.

As recent developments in the computer science literature demonstrate<sup>85</sup>, the combination of Self-Sovereign Identity and DLT makes it possible to reallocate the guarantee function from central authority to the distributed architecture of the ledger. This reallocation does not displace public authority, but rearticulates it through a legally framed technical architecture in which trust is redistributed. The functional validity of digital identity is no longer grounded exclusively in *ex lege* certification, being computed and cryptographically verified

---

<sup>81</sup> They constitute qualified electronic identification means, issued or recognised by the Member States, which enable users to create, store, and use digital identity credentials and electronic attribute attestations with full legal effect throughout the Union. The wallets are governed by Articles 5b-5i of the eIDAS 2.0 Regulation and are designed to ensure security, interoperability, user control, and mandatory acceptance by certain public and private entities, including those operating in the financial sector.

<sup>82</sup> This provision assigns to the wallets an infrastructural function of reliable identification, qualified authentication, and secure management of attributes, capable of supporting the subjective attribution of digital operations, non-repudiation, and the evidentiary effectiveness of transactions, in line with the requirements of operational continuity and access control laid down by the DORA Regulation.

<sup>83</sup> Pursuant to Article 4(30) of Directive (EU) 2015/2366 (PSD2), it “means an authentication based on the use of two or more elements categorised as knowledge (something only the user knows), possession (something only the user possesses), and inherence (something the user is) that are independent, in that the breach of one does not compromise the reliability of the others, and is designed in such a way as to protect the confidentiality of the authentication data”.

<sup>84</sup> This expression refers to a model of digital identity in which the identity holder retains direct control over their credentials and identifying attributes, and is able to autonomously determine their creation, storage, and presentation to third parties, without relying on a central authority as the sole intermediary of identification. Within this model, the guarantee function of identity is not entrusted exclusively to a certifying authority, but is ensured by the technical architecture of the system and by cryptographic mechanisms that enable the verification of the authenticity and integrity of attestations, without prejudice to the need for legal recognition of the effects of the identity itself.

<sup>85</sup> A comprehensive elaboration of a Self-Sovereign Identity model based on Distributed Ledger Technology is proposed, for example, by A. DE SALVE, D. DI FRANCESCO MAESA, P. MORI, A. PUCCIA, L. RICCI, *A Multi-layer Trust Framework for Self-Sovereign Identity on Blockchain, Online Social Networks and Media*, vol. 37, 2023, pp. 1-12, where the trust function is anchored in a distributed architecture grounded in cryptographic mechanisms of verifiability, traceability, and selective control of attributes.



within the network<sup>86</sup>. Blockchain technology ensures the immutability and traceability of credentials, while Self-Sovereign Identity restores to the individual direct control over personal data, enabling a decentralised and transparent management of identity relationships between public and private actors<sup>87</sup>.

The integration of the eIDAS 2.0 Regulation with SSI/DLT technologies therefore maximises the operational resilience of the European digital identity infrastructure by strengthening its security, transparency, and interoperability.

If eIDAS 2.0 provides the legal foundation of trust, blockchain represents its distributed technical implementation, capable of translating into computational terms the principles of authenticity, traceability, and non-repudiability that European law recognises as essential to the digital economy. From this perspective, the digital identity infrastructure itself acquires systemic relevance, since a concentration of identification and authentication functions in non-interoperable or insufficiently resilient solutions may constitute a Single Point of Failure, with consequences for the operational continuity of financial services and for dependencies on critical technology providers.

## 9. COMPUTATIONAL PROVISIONS AND ALGORITHMIC PRESCRIPTIONS IN THE INTEGRATION OF DLT AND SELF-SOVEREIGN IDENTITY

In light of the distinction between computational provisions and algorithmic prescriptions developed above (*supra* § 4.1), the integration of Distributed Ledger Technology and Self-Sovereign Identity marks a genuine qualitative shift in the form of digital regulation. In this context, the computational rule governing identity tends to evolve into an algorithmic rule of governance embedded within the technical infrastructure itself.

Under the traditional model, technology is confined to executing or attesting a legal norm while remaining external to it. Trust is delegated to a central authority that certifies identity and guarantees its validity, as is the case with systems such as SPID or CIE, where compliance is verified *ex post* and the rule remains separate from code. The combined use of Self-Sovereign Identity and DLT reverses this logic, as it transfers the guarantee function from central authority to the distributed architecture of the ledger. The validity of identities and attestations is no longer merely certified, but collectively computed and cryptographically verified within the

---

<sup>86</sup> More generally, the computer science literature has clarified that, within Self-Sovereign Identity models, the operational validity of digital identity is rendered verifiable through cryptographic mechanisms embedded in the system architecture. In particular, S. FERDOUS, F. CHOWDHURY, M. O. ALASSAFI, *In Search of Self-Sovereign Identity Leveraging Blockchain Technology*, in *IEEE Xplore*, n. 7, 2019, pp. 103059-103079, show how the authenticity, integrity, and validity of digital credentials are computed and verifiable within the network by means of distributed ledgers and cryptographic proofs, while clearly distinguishing the plane of technical verification from that of legal recognition.

<sup>87</sup> From a socio-institutional perspective, see F. WANG, P. DE FILIPPI, *Self-Sovereign Identity in a Globalized World: Credentials-Based Identity Systems as a Driver for Economic Inclusion*, in *Frontiers in Blockchain*, n. 3, 2020, esp. Sections 4 and 5. The authors analyse SSI systems as trust infrastructures capable of fostering economic inclusion, cross-border portability of identity, and the reduction of power asymmetries, showing how the technical verifiability of attestations integrates with the legal recognition of digital identity.

network. The legal rule thus becomes incorporated into the technical infrastructure, transforming itself into a mechanism of automatic and verifiable implementation.

This transition – from a model based on the digitalisation of processes to one grounded in a computational infrastructure of trust – fully realises an algorithmic rule of governance consistent with the principles of resilience, traceability, and trust enshrined in European digital resilience law. In this sense, the transformation of the computational rule into an algorithmic rule of governance affects not only the modalities through which the norm is implemented, but also the conditions under which it is exercised and controlled, shifting regulatory attention towards the infrastructural preconditions that make supervision possible. By embedding the rule within the infrastructure itself, this model enables a form of supervision that operates not only on outcomes, but on the conditions of possibility of regulatory action.

## 10. BEYOND DATA-DRIVEN CYBER SUPERVISION: THE TRUST INFRASTRUCTURE

The structural dependence of data-driven supervision on the interoperability of algorithmic regulatory platforms, highlighted above (*supra* § 4), makes it possible to interpret the integration of blockchain within the regulatory frameworks established by the eIDAS 2.0 and DORA Regulations as the emergence of a genuine infrastructure of meta-supervision. This infrastructure is aimed at ensuring computational trust and institutional legitimacy for algorithmic mechanisms of market oversight. Where it is not possible to ascertain in real time the concrete impact of algorithms on supervisory decision-making, and where such verification remains confined to *ex post* control, the need arises for a technical safeguard capable of rendering that verification automatic, continuous, and objectively accessible.

It is from this perspective that Distributed Ledger Technology may respond to the deficit of transparency and reviewability inherent in algorithmic supervision, by introducing a form of “native” accountability that is intrinsic to the functioning of the infrastructure itself. DLT makes it possible to ground control not in the internal intelligibility of algorithmic processes, but in the immutable recording of the legally relevant evidence underlying supervisory decisions throughout the entire supervisory chain.

Within this configuration, blockchain is not intended to host data or algorithmic models as such, nor to replace the analytical systems employed by supervisory authorities. Rather, it operates as an immutability register of decisional traces, through the indelible preservation of the digital fingerprints (hashes)<sup>88</sup> of the rules and

---

<sup>88</sup> The term “hash” refers to the output of a cryptographic function that transforms a dataset of any size into a fixed-length string uniquely associated with that data, such that even a minimal alteration of the original information produces a radically different value. A hash does not allow the reconstruction of the content of the original data, but enables the verification of its integrity and non-alteration, functioning as a digital fingerprint of the information. In blockchain-based architectures, the hash performs a structural function. Each block incorporates the hash of the previous block, so that the ledger chain is cryptographically linked and any subsequent modification becomes immediately detectable. In this way, blockchain immutability does not derive from a legal prohibition or from centralised control, but from the cryptographic configuration of the ledger itself, which makes the integrity of data verifiable over time. For a

models applied. In this way, the traceability and verifiability of supervisory operations are ensured *ex ante* at the infrastructural level, making any modification, substitution, or update of the adopted models immediately detectable.

At the same time, the recording of the fingerprints of input data and of the exact moment at which an alert or recommendation is triggered allows the *ex post* reconstruction of the causal sequence of automated decisions. This makes it possible, for supervisory review purposes, to render intelligible the link between information, algorithmic processing, and supervisory intervention.

At a further level, DLT may be employed in the exercise of supervisory functions to record and digitally sign, in accordance with the standards set out in the eIDAS 2.0 Regulation, the chain of custody of digital evidence underpinning enforcement actions. This chain includes logs, reports, and supporting documentation. In this way, blockchain would provide a cryptographic basis capable of shielding such evidence from challenges relating to subsequent tampering or alteration, thereby directly affecting the conditions of legality and exercise of sanctioning powers.

It follows that, even without rendering algorithms technically explainable, DLT is capable of making the legal conformity of their operation verifiable. Each supervisory action thus becomes subject to *ex post* review based on technically non-manipulable records, capable of consolidating responsibility and legitimacy in the exercise of automated regulatory power. In this respect, DLT strengthens human oversight and institutional accountability to a degree that traditional centralised databases are unable to guarantee.

A further level of control thus emerges, in which the technical infrastructure, rather than serving merely as an operational support, becomes a direct object of regulation and verification. This shift marks the transition from data-driven cyber supervision to a genuine meta-supervision of the conditions under which public power is exercised.

## 11. FROM SOURCE CODE DISCLOSURE TO ALGORITHMIC SUPERVISORY TRANSPARENCY

The use of artificial intelligence algorithms by public administrations and independent supervisory authorities raises a central question concerning transparency when such systems are employed in the exercise of public functions and, for present purposes, in supervisory activities. It is well known that the Artificial Intelligence Regulation, while introducing detailed transparency obligations for providers and users of high-risk AI systems – including requirements relating to technical documentation and information to be made available

---

detailed analysis of the role of hashing as a tool for data integrity attestation and selective attribute disclosure in Self-Sovereign Identity models, see A. DE SALVE, A. LISI, P. MORI, L. RICCI, *Selective Disclosure in Self-Sovereign Identity Based on Hashed Values*, in *Proceedings of the IEEE Symposium on Computers and Communications (ISCC)*, 2022, pp. 1-8, available at [ieeexplore.ieee.org/document/9913052](https://ieeexplore.ieee.org/document/9913052).

to competent authorities – does not recognise a general right of access to the source code of systems used in decision-making processes. It is nevertheless significant that Italian administrative case law anticipated this debate and adopted more far-reaching solutions. As early as March 2017, in two judgments of the Regional Administrative Court of Lazio<sup>89</sup>, delivered in the well-known litigation concerning the algorithm used by the Italian Ministry of Education (MIUR) for teachers' mobility, the court recognised a right of access to the source code of the software employed for allocation procedures, qualifying it as a genuine form of digital administrative act<sup>90</sup>.

This approach, although pioneering from a doctrinal perspective, has proven difficult to sustain in practice, as more recent scholarship has highlighted<sup>91</sup>. This is due not only to the need to protect the intellectual property rights of system providers, but also – and above all – to the high degree of technical complexity of source code, which often renders access devoid of genuine epistemic value and, in some cases, effectively unintelligible even for formally entitled parties. It follows that a conception of transparency understood as mere disclosure of source code is not, in itself, capable of ensuring effective accountability of algorithmic processes, leaving unresolved the core issue of the legal verifiability of automated administrative action.

Against this background, the solution proposed here leads to a different and innovative outcome. Source code may remain proprietary or inaccessible, and the law may move beyond the assumption that transparency must necessarily coincide with access to code. From this perspective, transparency ceases to be identified with the mere technical accessibility of the algorithmic tool and is instead recomposed as transparency of the supervisory function. Such transparency is entrusted to institutionally competent bodies endowed with the epistemic and evaluative tools necessary to scrutinise the legality, rationality, and proportionality of automated administrative action. In this sense, algorithmic supervisory transparency does not rest on the exposure of code, but on the existence of infrastructures capable of rendering supervisory action itself traceable, verifiable, and institutionally accountable.

## 12. A POSSIBLE NEW MODEL OF DIGITAL LEGITIMACY

The convergence between algorithmic accountability and distributed identity outlines the possibility of a new model of digital legitimation, one in which blockchain is not merely a technical data register, but a genuine infrastructure of meta-supervision. Once the DORA and eIDAS 2.0 Regulations are implemented within a unified DLT-based architecture through a Self-Sovereign Identity system, three distinct levels of techno-

---

<sup>89</sup> TAR Lazio, Rome, Section III-bis, judgments nos. 3742/2017 and 3769/2017.

<sup>90</sup> For a further discussion of these issues, see T. FAVARO, *Artificial Intelligence in Italian Public Administration: Challenges, Case Studies and Regulatory Perspectives*, above; see also M. B. ARMIENTO, *Pubbliche amministrazioni e intelligenza artificiale: Strumenti, principi e garanzie*, Editoriale scientifica, Napoli, 2024.

<sup>91</sup> For further discussion, see, inter alia, A. MITCHELL, D. LET, L. TANG, *AI Regulation and the Protection of Source Code*, in *International Journal of Law and Information Technology*, n. 4, 2023, pp. 283-301; A. TRONCI, *Le nuove frontiere della trasparenza nell'amministrazione algoritmica*, in *Federalismi*, n. 9, 2025, pp. 141-167, esp. at pp. 153 ff.

institutional application can be identified.

At the RegTech level, distributed technology enables supervised entities to automate compliance with regulatory obligations. Each supervisory operation may be digitally signed, in accordance with eIDAS identity standards, and anchored to the blockchain ledger, thereby ensuring traceability, integrity, and verifiability of decisions in line with the requirements of the DORA Regulation. In this perspective, blockchain operates as an infrastructure of compliance *by design*, in which the legal rule is incorporated into the very functioning of the technical system.

At the SupTech level, the same architecture enables distributed and verifiable oversight by supervisory authorities. External verification may be carried out through the validation of the hashes of recorded operations, ensuring a level of *ex post* transparency that centralised infrastructures are unable to provide. Blockchain thus becomes an instrument of algorithmic supervision capable of consolidating institutional trust through the automated verifiability of decision-making processes.

At the level of meta-supervision, blockchain ultimately assumes a genuinely institutional function. It no longer operates merely as a tool of efficiency or control, but takes the form of an infrastructure capable of enabling distributed supervision of the supervisory system itself, within which the exercise of power – whether human or algorithmic – is rendered transparent, traceable, and subject to verification.

Through the combined traceability of decisions (accountability) and the decentralised verifiability of subjects (identity), DLT thus makes it possible to restore transparency and accountability to algorithmic supervisory action. In this way, the public trust circuit – placed under strain by the delegation of regulatory and supervisory functions to automated systems – can be recomposed at the computational level, closing the conceptual loop from the “digitised process” to a fully-fledged “computational infrastructure of trust”.

What emerges, therefore, is not merely a more efficient or technologically advanced form of supervision, but a redefinition of the conditions under which public power may be considered legitimate in a computational environment. In such a model, legitimacy no longer depends solely on the formal legality of decisions or on the opacity of technical expertise, but on the permanent possibility of verifying, contesting, and attributing responsibility for the exercise of regulatory power within the infrastructure itself.

Algorithmic supervision, as a result of this shift, may thus become not only data-driven, but also trust-driven: a system of computational meta-supervision in which even the controller is, in turn, subject to control through code. A chain of responsibility thereby emerges that mirrors the logic of the blockchain itself, in which each node participates in the generation of the decision and is correspondingly accountable for it.

Ai sensi di quanto previsto dal *Regolamento per la classificazione delle riviste nelle aree CUN 8a, 10, 11a, 12, 13 e 14* (approvato con delibera del Consiglio Direttivo n. 306 del 21/12/2023) si segnala che il fascicolo è stato ultimato il 29 dicembre 2025.