

Domenico Siclari, Giuseppe Sciascia

INNOVAZIONE FINANZIARIA E RAFFORZAMENTO DEL MERCATO UNICO PER I SERVIZI FINANZIARI *RETAIL*: SFIDE, RISCHI, RISPOSTE DELLA REGOLAZIONE *

(Digitalization as a driver for a broadened EU Single Market for financial services: challenges, risks, regulatory responses)

ABSTRACT: *The paper addresses the issue of financial innovation and its possible impact on the EU single market for retail financial services. Financial innovation is framed as an articulated trend which actually entails a number of new players, services and products with a potential to transform the interactions between clients and financial intermediaries, as well as to reshape the boundaries of regulated activities and the concept of “authorized firms”. Three examples of such trends are presented and discussed, including automated financial tools, comparison websites and peer-to-peer lending platforms. Innovative financial products and services raise concern both for policymakers and regulators, especially in the light of the ongoing recovery of the financial system and the successful but demanding efforts aimed at fostering banks’ resilience. Increased embedding of advanced technologies in an attempt to enhance user-friendliness, comparability and transparency of banking, financial and insurance services while reducing costs for users, challenge the ways in which regulation is framed; these phenomena raise questions on the ongoing suitability of the traditional paradigm of supervision and regulation. In this context, the consequences of a further integration of retail financial services markets in the EU are also discussed. This brings to question how the role of national supervisory authorities as well as European ones will potentially evolve over time, and whether a need for a partial reconsideration of the distribution of tasks, responsibilities and forms of interaction with other relevant public and private stakeholders is emerging.*

*Contributo approvato dai revisori.

SOMMARIO: 1. Introduzione: l'innovazione finanziaria nel contesto della regolazione - 2. Tre esempi di *trend* attuali dell'innovazione finanziaria - 3. Innovazione finanziaria e mercato unico dell'Unione: le prospettive di integrazione - 4. L'impatto sulle architetture della vigilanza - 5. Conclusioni.

1. Mentre l'ondata di regolazione che ha fatto seguito alla crisi finanziaria globale non ha ancora esaurito l'attrattiva per accademici e *policymakers*, i *trend* emergenti dell'innovazione finanziaria stanno del pari guadagnando una sempre maggiore attenzione a livello globale: sono infatti in gioco importanti sfide all'esistente quadro regolamentare, ancora invischiato in una fase di imponente stabilizzazione, e si profilano all'orizzonte occasioni uniche per procedere nel percorso di rafforzamento degli intermediari finanziari, nonché di incentivazione della concorrenza e tutela della stabilità sistemica complessiva¹.

L'espressione "innovazione finanziaria" non intercetta qualcosa di inedito. Al contrario, individua una caratteristica intrinseca di un'industria dinamica quale

(*) Sulla base di una riflessione comune e di un costruttivo confronto, il prof. Domenico Siclari ha curato il primo e il quarto paragrafo, e il dott. Giuseppe Sciascia i rimanenti paragrafi secondo e terzo. Le opinioni espresse nel presente scritto sono espressione del pensiero degli autori e non manifestano la posizione delle autorità di appartenenza.

¹In questa prospettiva, sembra utile richiamare le considerazioni espresse da Mr. Jonathan Hill (Commissioner for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union), durante la conferenza del 18 novembre 2014 dedicata al tema "*Emerging challenges in retail finance and consumer policy*": "*In recent years, the Commission has had to focus on the financial system; on ending taxpayer bail outs, on overhauling financial supervision to reduce risk. On the back of the financial crisis, the priority was to tackle the big picture, systemic issues – and rightly so. But now, with that big wave of crisis regulatory action behind us, and as the new Commission gets to work, I think it is a good time to turn the telescope round and look at financial services not from the top-down, but from the bottom-up. To ask, in other words, what can we do to enable more people to enjoy better quality services at lower prices? This is not just an economic question, but a political one. If we can lower prices by opening up a single market, we can help people with the cost of living by making their money go further. And by delivering practical benefits, we can remind people of how the EU can help them. The European Commission is not, of course, starting from a blank sheet of paper. It has tightened up consumer protection in many areas, ranging from improvements to the deposit guarantee system to greater investor protection under MiFID. It has introduced simple, comparable documentation that customers will be given when taking out a mortgage or buying an investment product. And it has given the millions of un-banked individuals in Europe a right to access the financial system through a basic payment account. These were significant changes. And many of them were completed only recently. Implementation of those recently agreed rules is the next step and I want to work closely with Member States and with supervisory authorities to encourage good application of new rules*".

quella finanziaria, e può determinare significative modifiche al contesto e alle forme della vigilanza e della regolazione, specie in una prospettiva di medio-lungo termine. Tale dinamicità si estrinseca nel continuo sforzo, da parte dell'industria e del sistema finanziario, verso l'evoluzione e trasformazione dei prodotti e servizi offerti, con l'obiettivo di attirare nuova clientela e mantenere, al contempo, il bacino di utenza già raggiunto; queste evoluzioni scorrono in parallelo ai *trend* di carattere sociale e agli sviluppi tecnologici, sebbene i concreti bisogni economici che l'industria è chiamata a soddisfare presentino, tutt'oggi, dei comuni denominatori costanti nel tempo.

Una definizione che può costituire un buon punto di partenza, individua nell'innovazione finanziaria un atto al contempo creativo e, per così dire, "diffusivo": "*the act of creating and then popularizing new financial instruments as well as new financial technologies, institutions and markets. It includes institutional, product and process innovation. (...)*"². Con il passare degli anni, infatti, l'evoluzione del sistema finanziario ha condotto a significativi sviluppi in tre aree, esattamente individuate e circoscritte all'interno della definizione sopra riportata: processi e prodotti; istituzioni; mercati. Quattro esempi consentono di identificare al meglio queste dinamiche. Con riferimento ai prodotti e ai processi, un interessante caso è rappresentato dalla *securitization* realizzata attraverso prodotti come MBS (*mortgage-backed securities*) e CDOs (*collateralized debt obligations*), vere e proprie micce della crisi finanziaria globale avviatasi nel 2008³. Con riguardo ai processi e alle innovazioni tecnologiche, si può citare l'uso estensivo della xerografia, che avrebbe contribuito – secondo un'autorevole opinione⁴ – alla diffusione della industria del *rating* nei primi anni '80, e, in particolare, all'aggressiva prassi degli *unsoli-*

²Cfr. FINANCIAL TIMES - LEXICON, *Financial innovation*, disponibile all'indirizzo <http://lexicon.ft.com/Term?term=financial-innovation>.

³Con particolare riferimento alla crisi globale e alle sue cause, si veda, tra i molti, il *report finale* della National Commission on the Causes of the Financial and Economic Crises in the United States, *The Financial Crisis – Enquiry report*. Cfr. anche Claessens S., Dell'Ariccia G. *et alios*, *Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis*, IMF Working Paper n. 44/2010.

⁴Cfr. HILL, *Regulating rating agencies*, in Washington University Law Quarterly, 82, 43-85.

cited ratings. Sviluppi nei sistemi di pagamento hanno dato luogo, ancora, all'emersione di prestatori specializzati di servizi di pagamento, con l'ingresso nel mercato di nuovi attori e le conseguenti necessità di inquadramento normativo⁵. Infine, rivolgendo l'attenzione allo sviluppo di nuovi mercati e piattaforme di scambio, si può citare il caso della regolazione delle *central counterparties* e dei derivati OTC nell'Unione europea, determinato da un sempre più intenso, e talvolta percepito come incontrollato, uso e scambio di tali prodotti.

Questo scritto intende analizzare alcuni dei *driver* dell'innovazione finanziaria corrente, ossia alcuni sviluppi che stanno interessando il settore finanziario e che potranno significativamente influenzare, alla luce delle loro caratteristiche, gli scenari futuri del mercato e della sua regolazione. Le definizioni e i concetti sopra richiamati saranno utilizzati – nei prossimi paragrafi – come spunti per un'analisi dei tre seguenti aspetti: in primo luogo, ci si chiederà in che termini l'innovazione finanziaria può trasformare l'interazione tradizionale tra intermediari finanziari, da un lato, e clientela (specie consumatrice) dall'altro, contribuendo alla determinazione di nuovi rischi che pongono in discussione gli approcci alla regolazione utilizzati nell'UE e nei suoi Stati Membri; in secondo luogo, si proverà a valutare come l'innovazione finanziaria può costituire uno stimolo per un ulteriore sviluppo e integrazione di un attualmente incompleto e debole mercato unico per i servizi finanziari, come tale genericamente intendendosi quello comprensivo di prodotti e servizi bancari, finanziari e assicurativi; in terzo luogo, si cercherà di valutare come questi fenomeni possono contribuire a influenzare e trasformare l'approccio alla supervisione e il ruolo delle (e le interazioni tra le) autorità in un mercato in continua trasformazione – specialmente laddove si consideri la crescente importanza della vigilanza di carattere macro-prudenziale e la rivoluzione nella vigilanza micro-

⁵È questo il caso degli istituti di pagamento, introdotti nel nostro ordinamento dal d.lgs. 141/2010; sulla disciplina degli stessi si veda CIRAOLO, *Electronic money institutions and payment institutions*, in D. Siclari (ed.), *Italian Banking and Financial Law: Intermediaries and Markets*, Palgrave Macmillan (UK), 2015.

prudenziale che ha interessato l'Unione europea, con la creazione di un *single supervisory mechanism* (SSM), parte integrante e pilastro fondamentale dell'Unione bancaria.

Il lavoro è strutturato come segue. Nel primo paragrafo vengono presentati tre rilevanti esempi di innovazione finanziaria attualmente emergenti sul mercato, analizzati secondo una prospettiva che combina la comprensione dei loro meccanismi di funzionamento e delle loro caratteristiche, dei profili di carattere regolatorio da essi posti e dei rischi emergenti. Nel terzo e quarto paragrafo, il tema della innovazione finanziaria è analizzato attraverso le lenti dell'ulteriore integrazione del mercato unico europeo dei servizi finanziari, e del possibile impatto di tali trasformazioni sull'attuale sistema europeo di vigilanza. Nelle conclusioni si presenteranno i risultati dell'analisi e si indicheranno alcuni spunti di riflessione, anche in vista di approfondimenti futuri.

2. Nell'attuale scenario, appare evidente come le tecnologie digitali stiano giocando un ruolo chiave nel guidare e stimolare nuovi *trend* di innovazione nel campo della finanza. L'uso sempre più diffuso di strumenti digitali e l'abbattimento generalizzato dei costi di accesso alla rete internet hanno incentivato una trasformazione nell'approccio alla diffusione, all'uso e al contatto con i fornitori di servizi finanziari e con i prodotti stessi; la creazione di una relazione diretta, personale e "fisica" tra fornitore e cliente viene sostituita da interazioni anonime e a carattere digitale, in cui le identità, le preferenze e le scelte degli *users* sono semplificate, processate ed elaborate attraverso lo scambio di codici, algoritmi e dati. Nondimeno, le potenzialità delle tecnologie più avanzate rimangono in parte ancora inesprese per una congerie di ragioni, tra cui – come si vedrà nel prosieguo – l'assenza di un sistema di regolazione adeguato per i servizi finanziari *retail*; i vuoti della regolazione danno luogo ad arbitraggi regolamentari, che attirano nuovi *player* capaci di insinuarsi nelle maglie della rete giuridica; le autorità di vigilanza e i

modelli di relazione stabiliti tra le stesse possono rivelarsi inadeguati ai mutamenti in corso all'interno di tale contesto.

Tre recenti esempi di innovazione finanziaria appaiono, in tal senso, paradigmatici: in primo luogo, perché si ritiene che gli stessi possano porsi quali *driver* per un ampliamento del mercato unico europeo dei servizi finanziari *retail*; in secondo luogo, perché, al contempo, presentano una serie di elementi in comune che evidenziano la necessità di un'attenzione peculiare da parte di *policymaker* e regolatori. In particolare, trattasi di fenomeni basati su una forma di interazione tra clienti e fornitori di servizi finanziari che passa attraverso uno strumento di carattere digitale di qualsivoglia specie – sia esso un *software* o un *device* capace di sfruttare le tecnologie esistenti –, che di per sé imporrebbe uno sforzo per una riconcettualizzazione delle idee di “intermediazione finanziaria” e “*financial advice*”; ancora, trattasi di fenomeni che non possono essere appropriatamente o agevolmente ricondotti alle definizioni giuridiche correnti in uso per indicare certe attività regolate o certi prodotti, né questi appaiono – a primo acchito – come servizi o prodotti che possano essere offerti al (o usati dal) pubblico in assenza di un *framework* di disciplina minimo, principalmente a causa delle potenziali e parzialmente inesplorate criticità e rischi; infine, gli stessi sollevano temi che attengono alla protezione dei consumatori, al corretto e proporzionato uso dei poteri di *enforcement* e di vigilanza da parte delle autorità pubbliche, e alle criticità dell'offerta *cross-border*. I tre esempi connotati da tali caratteristiche e che saranno presentati nel prosieguo sono *i*) gli *automated financial tools* (AFAT – conosciuti anche come *robo-advise tools*), *ii*) i siti *web* di confronto (o comparatori *online*, a loro volta collegati al fenomeno degli AFAT), e *iii*) le piattaforme *peer-to-peer* (note anche come *p2p*, *social lending*, o *lending-based crowdfunding platforms*).

2.1 La categoria degli AFAT raccoglie una pluralità di strumenti utilizzati per fornire consulenza (*advice*) a consumatori e utenti, ovvero sia un'opinione o rac-

comandazione circa la migliore azione o scelta da intraprendere e che in parte sostituisce il ruolo di *advisor* umani⁶. Il tema dell'automazione nella consulenza di tipo finanziario è al centro di un recente *discussion paper* pubblicato dalle tre *European Supervisory Authorities* (ESAs – ESMA, EBA ed EIOPA) nel dicembre 2015, volto a valutare in via preventiva i potenziali benefici di tali strumenti, nonché i rischi per i consumatori derivanti dalla prestazione di servizi sostanzialmente consulenziali in assenza di un supporto “umano”, e a considerare le opinioni dei vari *stakeholder* al fine di decidere se e quali azioni di carattere regolamentare o di vigilanza intraprendere.

Il documento delle tre ESAs prende le mosse dall'osservazione che un numero vieppiù crescente di consumatori europei si affida all'uso di strumenti automatici per la gestione delle proprie finanze, incluso il monitoraggio del risparmio, l'ottenimento di informazioni finanziarie, l'alfabetizzazione, la comparazione di costi, caratteristiche e vantaggi dei singoli prodotti e dei loro fornitori, e l'acquisto degli stessi. Con particolare riguardo al settore dei prodotti bancari, le autorità europee hanno fatto riferimento al diffondersi di siti web che forniscono informazioni su prodotti servizi e aiutano i consumatori a selezionare quelli più adatti attraverso l'uso di calcolatori e simulatori, così come a modelli di *business* basati sul fornire consulenza attraverso *software* automatizzati; fenomeni simili emergono dall'osservazione dei settori delle *securities* e delle assicurazioni e pensioni, in cui vi è un uso crescente di strumenti digitali per l'investimento, l'acquisizione di informazioni e la simulazione dell'andamento dei risparmi in chiave prospettiva; tra questi, hanno larga diffusione gli strumenti di consulenza finanziaria che fanno uso di algoritmi per determinare il rendimento degli investimenti pensionistici, con un'interfaccia dedicata agli utenti e di semplice accesso e interrogazione per questi ultimi.

⁶In una certa misura anche i comparatori *online* possono essere considerati come AFAT, posto che l'algoritmo che ne assicura il funzionamento produce una serie di risultati alla luce delle informazioni inserite dall'utente; sul punto, si veda *infra*.

Tra le osservazioni preliminari, è interessante notare come, nel *discussion paper*, venga riconosciuto che il fenomeno degli AFAT è emerso “*against a background of a lack of clarity in the existing legislative framework and inconsistent regulatory treatment across the three sectors*”, qui da intendersi come settore bancario, dell’intermediazione mobiliare e delle assicurazioni/pensioni; in tal senso, è importante osservare che il concetto di “*advice*” è definito in maniera diversa in ciascuno di tali settori, e nessuno di questi presenta, allo stato, una definizione unitaria e onnicomprensiva ⁷.

I *tool* qui in esame presentano essenzialmente tre caratteristiche, ovvero *i*) l’uso diretto da parte dei consumatori, con un intervento umano molto limitato o del tutto assente, *ii*) l’uso di un algoritmo che elabora e trasforma le informazioni fornite da un utente per produrre un determinato *output*, e *iii*) la percezione di tale *output* come un “*financial advice*”, alla luce della natura e del contesto in cui tale informazione viene presentata dallo strumento stesso. Essendo acclarato il fatto che tali strumenti fanno leva su strumenti di tipo digitale, secondo la metodologia che si è deciso di seguire in questa analisi occorre quindi valutare se gli stessi rientrano in una qualche definizione di attività o servizi regolati, e se pongono specifici rischi in una prospettiva che coinvolga la protezione dei consumatori, l’attivazione di poteri di supervisione ed *enforcement* da parte delle autorità pubbliche, e la commercializzazione *cross-border*.

L’analisi condotta all’interno del *discussion paper* sopra richiamata consente

⁷Il *discussion paper* richiama un certo numero di definizioni correlate al concetto di “*advice*”, tra cui *i*) la nozione di “*advisory services*” contenuta nella direttiva 2014/17/EU sul credito immobiliare (“*the provision of personal recommendations to a consumer in respect of one or more transactions relating to credit agreements and constitutes a separate activity from the granting of a credit and from the credit intermediation activities*”), che tuttavia si applica esclusivamente in relazione al perimetro di interesse della direttiva stessa; *ii*) la nozione di “*investment advice*”, contenuta nella MIFID e nella MIFID II (“*the provision of personal recommendations to a client, either upon its request or at the initiative of the investment firm, in respect of one or more transactions relating to financial instruments*”), e *iii*) la nozione di “*advice*” inclusa nella direttiva (UE) 2016/97 in materia di distribuzione di prodotti assicurativi (“*the provision of a personal recommendation to a customer, either upon their request or at the initiative of the insurance distributor in respect of one or more insurance contracts*”).

di individuare e esemplificare tre aspetti che attribuiscono una specifica rilevanza al fenomeno dell'innovazione finanziaria, e alle sue interazioni con il contesto regolamentare e di vigilanza.

In primo luogo, considerato che gli AFAT rappresentano un mezzo attraverso il quale si realizza un contatto tra utenti e servizi, prodotti e intermediari finanziari basato su un mezzo di tipo digitale, generalmente costituito da un sito *web* direttamente accessibile all'utente, essi pongono all'attenzione dei regolatori il concetto problematico di "*financial advice*"; pertanto, e come sopra anticipato, occorre valutare se l'assenza di una definizione unitaria per i tre settori sopra considerati possa essere mantenuta alla luce della previsioni di simili servizi.

In secondo luogo, e in conseguenza di quanto sopra, gli AFAT non rientrano in maniera agevole o appropriata in alcuna delle attuali definizioni di prodotti o attività soggetti a regolazione; nondimeno, gli stessi pongono una serie di rischi che non debbono essere tralasciati o ignorati, e che potrebbero essere gestiti attraverso l'adozione di previsioni dedicate, ovvero di un *fine-tuning* della disciplina esistente. Infatti, si osserva come le definizioni attuali sotto le quali sarebbe possibile inquadrare il funzionamento degli AFAT in taluni casi si applicano a un numero limitato di prodotti e servizi, mentre, in altre occasioni dipendono, quasi casualmente, dal modello di *business* adottato e dal concreto funzionamento della singola piattaforma: in altre parole, ogni piattaforma che fornisca servizi di consulenza finanziaria in forma automatizzata potrebbe essere assoggettata ad un insieme plurale o comunque incoerente di discipline, sì come richiesto dal suo concreto funzionamento, in accordo al *framework* di disciplina europeo e nazionale di relativa implementazione, ove presente e rilevante.

Infine, gli AFAT presentano un numero elevato di potenziali criticità, rischi e benefici che sono stati in parte evidenziati all'interno del *discussion paper* e che coinvolgono i tre aspetti della protezione dei consumatori, dell'uso dei poteri di vigilanza ed *enforcement* da parte delle autorità pubbliche, e della commercializza-

zione *cross-border*⁸.

Con riferimento ai consumatori, i benefici esistenti includono una maggiore accessibilità e fruibilità dei servizi di consulenza e una riduzione dei costi di ricerca, anche in considerazione del fatto che gli strumenti *online* sono disponibile a qualsiasi ora del giorno. I rischi individuati dal *discussion paper* attengono principalmente ad una interpretazione non corretta della consulenza fornita e alla susseguente adozione di decisioni non adatte: queste possono discendere da una pluralità di fattori, incluse le difficoltà nel capire e valutare le informazioni chiave che siano state fornite, interpretazioni errate dei dati da inserire nello strumento in uso, inconsapevolezza circa i *bias* incorporati nel *tool*, frammentazione del processo di *advice* con complessa identificazione del fornitore dell'*output* finale, e uso non corretto dei dati personali inseriti. Lo stesso *tool* potrebbe presentare anomalie di funzionamento o fornire consulenza in relazione a determinati prodotti che non coprono il mercato o i bisogni dell'utente nella misura da questi percepita, o – comunque – per quest'ultimo necessaria.

In una prospettiva di commercializzazione *cross-border*, la disponibilità di tali piattaforme stimola la possibilità di accedere a informazioni su prodotti e servizi diffusi e concepiti in altre giurisdizioni, facilitando quindi transazioni *cross-border* e contribuendo, pertanto, ad un'ulteriore integrazione del mercato unico⁹. Nondimeno, è evidente come l'accesso a tali informazioni potrebbe indurre a considerare appropriata, in maniera incauta, prodotti o servizi soggetti a norme e forme di tutela diverse da quelle note all'utente.

Infine, e sebbene al tema venga fornita una scarsa attenzione all'interno del *discussion paper*, il fenomeno degli AFAT pone interessanti sfide all'azione di vigilanza e agli approcci all'offerta di servizi di consulenza finanziaria attraverso strumenti automatizzati; queste includono, in particolare, l'adozione di iniziative volte

⁸Sui benefici e i rischi per le imprese finanziarie in genere cfr. ESAs, *Discussion Paper on automation in financial advice*, cit., p. 28.

⁹Vedi *infra*, paragrafo 3.

a stimolare la consapevolezza dei consumatori, uno stretto monitoraggio dei termini e delle condizioni applicate dai siti web e la trasparenza delle stesse nei confronti degli utenti, controlli sull'uso e sullo scambio dei dati immessi dagli utenti, l'adozione di misure finalizzate a prevenire pratiche commerciali scorrette o la diffusione di piattaforme abusive che non forniscono una consulenza effettiva ma si presentano come tali. Trattasi di compiti e responsabilità non sempre affini a quelle conferite alle autorità europee, e rispetto all'espletamento delle quali potrebbero porsi importanti *gap*.

2.2 Come anticipato, i siti *web* di confronto possono essere intesi come una peculiare nicchia del più ampio fenomeno della fornitura di servizi finanziari in maniera automatizzata, sebbene possa risultare non condivisibile il ritenere che i "comparatori" offrano effettivamente una forma di "*advice*" intesa come opinione o raccomandazione in merito ad una specifica azione che debba essere intrapresa da un consumatore. Come noto, queste piattaforme hanno avuto un particolare successo in mercati con caratteristiche particolari, tra cui un elevato numero di soggetti concorrenti, elevati costi di ricerca per un'ampia e dispersa pletora di consumatori, e sostanziale comparabilità dei servizi e prodotti considerati ¹⁰. In una certa misura, i siti *web* di confronto operano al contempo come intermediari all'interno del mercato e come fornitori di informazioni: attraverso queste piattaforme, infatti, gli utenti possono acquisire dati sulle caratteristiche e i prezzi di determinati prodotti e servizi, e, al contempo, hanno spesso la possibilità di accedere al mercato stesso, acquistando i prodotti e servizi ivi offerti (o, al minimo, richiedere ulteriori informazioni e contattare il *seller*) attraverso canali di commercializzazione a distanza.

Alla luce di tali caratteristiche, la diffusione dei siti *web* di confronto non ha

¹⁰Il principale esempio può essere rappresentato dai siti *web* che offrono un servizio di confronto delle tariffe aeree applicate su una data tratta selezionata dall'utente: tali siti consentono ai consumatori di ridurre in maniera significativa il tempo impiegato nella ricerca di voli, di monitorare l'evoluzione dei prezzi e di pianificare con sufficiente anticipo le scelte di acquisto selezionando l'offerta migliore alla luce dei propri bisogni individuali.

tardato a interessare anche i mercati dei prodotti e servizi finanziari *retail*. Limitando l'osservazione allo scenario italiano, è agevole rilevare la crescente diffusione di comparatori dedicati a fornire informazioni su un numero ampiamente diffuso di prodotti bancari, finanziari e assicurativi, inclusi depositi, mutui, prestiti, conti di pagamento e assicurazioni per auto. Per tale ragione, gli stessi siti sono stati sottoposti allo scrutinio tanto dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato (AGCM) quanto dell'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni private (IVASS), che hanno rispettivamente aperto un procedimento per pratiche commerciali scorrette e pubblicato un *report* su caratteristiche e rischi dei siti *web* di confronto nel settore delle assicurazioni.

I siti *web* di confronto si basano su un'interazione che necessariamente include l'uso di tecnologie digitali: trattasi infatti di piattaforme *web* accessibili da qualsiasi *device* che sia connesso alla rete. Occorre quindi ancora una volta verificare se queste piattaforme rientrano all'interno di alcuna delle definizioni giuridiche di attività o servizi soggetti a regolazione, e – in caso di esito negativo – se l'assenza di un *framework* di disciplina risulti accettabile; infine, occorre valutare se gli stessi possano incidere sui livelli di protezione assicurati ai consumatori, il loro rapporto con i poteri di vigilanza ed *enforcement* attribuiti alle autorità pubbliche, e i profili di interazione con la commercializzazione *cross-border* di servizi finanziari.

In assenza di riferimenti normativi precisi, sembra allo stato necessaria una preliminare analisi e definizione del concreto funzionamento dei siti *web* di confronto. In altre parole, per comprendere se tali strumenti rientrano o meno entro il perimetro di categorie giuridiche definite, ovvero debbano essere auspicabilmente ricondotti sotto l'imperio di una nuova disciplina, devono essere analizzati gli obiettivi perseguiti da tali strumenti di confronto e il loro concreto funzionamento: come operano gli stessi in concreto? Chi li gestisce? Che tipo di contatto viene a stabilirsi tra il sito *web* e l'utilizzatore digitale? Nondimeno, può essere utile inter-

rogarsi sino in fondo sul *concetto* che guida le piattaforme *web* di confronto: sono concepite, da un lato, e percepite, dall'altro, come strumenti volti semplicemente a fornire informazioni su un ventaglio quanto più ampio possibile di prodotti comparabili, o come un primo punto di contatto per la conclusione di molteplici transazioni? In tal senso, qual è il loro obiettivo finale, e come può essere sfruttato, quest'ultimo, dai regolatori? È possibile fare leva sui comparatori *online* per rafforzare la concorrenza sul mercato, assicurando una comparabilità effettiva, ovvero incrementare i volumi di commercializzazione dei prodotti offerti da un limitato gruppo di *provider* raggiungendo il più ampio numero possibile di consumatori? ¹¹

Assumendo quale punto di prospettiva la regolazione Italiana, tali quesiti preliminari richiederebbero di verificare, in primo luogo, se i comparatori rientrano nel perimetro delle attività regolate che il Testo Unico Bancario (T.U.B.) riserva a mediatori e agenti in attività finanziaria ¹², e se il coinvolgimento delle imprese

¹¹In una prospettiva simile si veda DOLMETTA - MALVAGNA, *Sui comparatori on-line di prodotti finanziari*, in Rivista di Diritto Bancario, n. 11, 2015. Sembra in particolare utile richiamare per esteso il seguente passaggio dello scritto dei due autori: “*Si pone come nucleo problematico iniziale – e per una certa misura di ingresso alle altre questioni – quello che ruota intorno ai profili qualificatori del contatto tra piattaforma e utente, ovviamente considerato, quest'ultimo, in via autonoma e distinta dai suoi eventuali rapporti con una o più imprese finanziarie «produttrici». Il tema si appunta sull'interrogativo su quale sia l'attività o il servizio svolto dal primo in favore del secondo: da una funzione meramente informativa, a quella percorsa da profili consulenziali, fino al diretto coinvolgimento nello stesso collocamento del prodotto. Il punto in parola apre, come facilmente si intuisce, al problema disciplinare della corretta selezione dello statuto contrattuale (regole del rapporto) - e pure d'impresa (eventuali autorizzazioni) - applicabile alle fattispecie qui in discussione. In sé distinto da quello appena evocato, quindi, è il tema dell'eventuale coinvolgimento dell'impresa finanziaria «produttrice» nelle dinamiche di costruzione e gestione della piattaforma. Naturalmente, il punto andrebbe analiticamente svolto a seconda della falsariga delle diverse modalità operative in cui il sistema di coinvolgimento potrebbe delinearsi*”.

¹²Secondo la definizione di cui all'articolo 128-*quater* del T.U.B., è agente in attività finanziaria il soggetto che promuove e conclude contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma o alla prestazione di servizi di pagamento, su mandato diretto di intermediari finanziari previsti dal titolo V, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, banche o Poste Italiane; l'esercizio professionale nei confronti del pubblico delle predette attività è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall'OAM; inoltre, secondo il 4° comma della medesima disposizione, tale attività è svolta su mandato di un solo intermediario o di più intermediari appartenenti al medesimo gruppo, ma, nel caso in cui l'intermediario conferisca un mandato solo per specifici prodotti o servizi, è tuttavia consentito all'agente, al fine di offrire l'intera gamma di prodotti o servizi, di assumere due ulteriori mandati. Il mediatore creditizio è invece il soggetto che, ai sensi dell'articolo 128-*sexies*, mette in relazione, anche attraverso attività

“produttrici” nella diffusione di informazioni attraverso tali piattaforme rappresentano una forma di pubblicità soggetta alla disciplina dell’articolo 116 del medesimo T.U.B.¹³. Posto che il legislatore italiano non fornisce alcuna definizione di “comparatore *online*”, appare evidente come si tratti di un *test* difficoltoso, che impone la preliminare definizione tanto dei confini delle attività “riservate” quanto del concetto di *indipendenza*, essenziale per un corretto inquadramento del fenomeno in esame: occorre quindi considerare se e in che misura i siti *web* di confronto rappresentano dei fornitori *indipendenti* di informazioni; invero, gli accordi commerciali con gli intermediari finanziari che commercializzano quei prodotti inclusi nel paniere dei “prodotti comparati” risultante dalla ricerca condotta dal singolo utente attraverso la piattaforma potrebbe considerevolmente ridurre la percezione (e l’effettività) dell’indipendenza, nonché, per converso, i benefici per i consumatori; occorre pertanto considerare se tale attività risulti riservata ad alcuna delle figure tipizzate e, come tali, soggette a regolazione, e se la stessa debba essere condotta nel rispetto di certi limiti e requisiti.

Perché il tema dell’indipendenza, sopra cennato, è cruciale? Per comprenderlo occorre assumere una prospettiva che tenga conto della protezione sostanziale degli interessi degli utenti, per i quali gli elementi sopra considerati risultano invero estremamente rilevanti. L’uso di termini come “comparatore” e simili può infatti richiamare naturalmente un’idea di indipendenza nella maggior parte degli utenti: in altre parole, questi possono percepire che il servizio gratuito offerto dai siti *web* di confronto copre l’intero spettro (o almeno una sufficientemente vasta)

di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma; l’esercizio di tale attività è riservato ai soggetti iscritti in un apposito elenco tenuto dall’OAM; lo svolgimento di tale attività deve essere svolto senza che sussistano legami con alcuna delle parti tali da compromettere l’indipendenza del mediatore stesso.

¹³In tal senso, si veda DOLMETTA - MALVAGNA, *Sui comparatori on-line di prodotti finanziari*, cit.; gli autori ipotizzano che “*potrebbe infatti ritenersi che il coinvolgimento dell’intermediario nella raccolta dei contenuti della piattaforma venga a iscriverne la relativa dinamica in quella di una «pubblicità» ex art. 116 t.u.b., con tutte le conseguenze che, in punto di disciplina, derivano da una simile qualificazione: prima fra tutte, quella della vincolatività ex lege per l’intermediario delle condizioni portate sul sito (arg. ex art. 117, comma 7, t.u.b.)*”.

porzione del mercato di riferimento, consente di ottenere risultati accurati, aggiornati e adatti ai bisogni individuali, ritenendo altresì che le informazioni personali inserite non saranno trasferite a soggetti terzi per scopi commerciali. Poiché questi elementi interferiscono con la trasparenza e la correttezza nell'offerta di prodotti e servizi finanziari, occorrerebbe considerare, a questo punto, se sussistono le condizioni per assoggettare tali siti *web* a forme dedicate di disciplina, ovvero se l'uso di etichette come "comparatore" debba essere riservato, al limite, a piattaforme registrate e soggette a criteri fissati dalla regolazione. In ultima analisi, occorrerebbe altresì valutare l'opportunità di attribuire a talune autorità pubbliche il compito di gestire direttamente i siti *web* di confronto, in considerazione del fatto che tale strategia comporterebbe l'eliminazione di qualsivoglia rischio per la clientela più vulnerabile.

In un'altra interessante prospettiva, la relazione tra comparatori e "produttori" dei beni e servizi posti a confronto può assumere rilevanza in un ambito giuridico del tutto diverso, quale quello inerente la tutela della proprietà intellettuale. In tal senso, è possibile fare riferimento al caso deciso dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea nella causa C-30/14 *Ryanair Ltd. Vs. PR Aviation BV*, relativa alla protezione legale dei dati nell'ipotesi di *screen scraping*, ovvero di estrazione sistematica di dati raccolti all'interno di un sito internet attraverso l'uso di *software* automatizzati: nella sua decisione, la CGUE ha affermato che la Direttiva 96/9/EC sulla protezione dei *database* deve essere interpretato nel senso che essa *"is not applicable to a database which is not protected either by copyright or by the sui generis right under that directive, so that Articles 6(1), 8 and 15 of that directive do not preclude the author of such a database from laying down contractual limitations on its use by third parties, without prejudice to the applicable national law"*.

Nel quadro giuridico dell'Unione europea, è importante osservare che i comparatori sono stati oggetto di specifica attenzione nella recente direttiva 2014/92/EU sulla comparabilità delle spese relative ai conti di pagamento, sul tra-

sferimento del conto di pagamento e sull'accesso al conto di pagamento con caratteristiche di base (PAD). La direttiva riconosce che siti web di confronto *indipendenti* possono essere un mezzo efficace per consentire ai consumatori di valutare le caratteristiche dei diversi conti di pagamento offerti in un dato mercato, poiché garantiscono un adeguato equilibrio tra il bisogno di un'informazione chiara e concisa e le esigenze di completezza e onnicomprensività. In tal senso, i comparatori dovrebbero veicolare informazioni sul più vasto insieme possibile di prodotti offerti, al fine di fornire una visione rappresentativa, coprendo una parte significativa del mercato. Pertanto, la PAD riconosce che l'informazione fornita attraverso questi siti *web* dovrebbe essere affidabile, imparziale e trasparente, e che i consumatori dovrebbero essere informati della disponibilità di tali siti web da parte degli Stati Membri ¹⁴.

Infine, si noti che il ruolo dei comparatori all'interno della PAD si correla in maniera significativa al tema della commercializzazione di prodotti *cross-border*. In questa prospettiva, i comparatori sono posti al centro dell'analisi proposta nel

¹⁴Si vedano i considerando 22 e 23, nonché l'articolo 7 della PAD. Quest'ultimo stabilisce quanto segue:

“1. Gli Stati membri assicurano che i consumatori abbiano accesso gratuitamente ad almeno un sito Internet per il confronto delle spese addebitate dai prestatori di servizi di pagamento almeno per i servizi compresi nell'elenco definitivo di cui all'articolo 3, paragrafo 5, a livello nazionale. I siti Internet di confronto possono essere gestiti da un operatore privato o da una autorità pubblica.

2. Gli Stati membri possono prescrivere che i siti Internet di confronto di cui al paragrafo 1 includano ulteriori determinanti comparative sul livello di servizi offerto dal prestatore di servizi di pagamento.

3. I siti Internet di confronto istituiti ai sensi del paragrafo 1:

a) sono funzionalmente indipendenti assicurando che i prestatori di servizi di pagamento ricevano pari trattamento nei risultati di ricerca;

b) indicano chiaramente i relativi proprietari;

c) definiscono criteri chiari e oggettivi su cui si basa il raffronto;

d) usano un linguaggio chiaro e privo di ambiguità e, se applicabili, i termini standardizzati stabiliti nell'elenco definitivo di cui all'articolo 3, paragrafo 5;

e) forniscono informazioni corrette e aggiornate, e indicano la data dell'ultimo aggiornamento;

f) comprendono un'ampia gamma di offerte di conti di pagamento che copra una parte significativa del mercato e, se le informazioni presentate non forniscono un quadro completo del mercato, una chiara indicazione in tal senso prima di mostrare i risultati; e

g) forniscono una procedura efficace per segnalare le informazioni errate sulle spese pubblicate.

4. Gli Stati membri garantiscono che siano rese disponibili online informazioni sulla disponibilità di siti Internet conformi al presente articolo.”:

recente *Green Paper on retail financial services* pubblicato dalla Commissione europea nel dicembre 2015: l'accesso a siti web di confronto indipendenti per tutti i consumatori dell'Unione è inteso come uno degli strumenti capaci di favorire lo sviluppo del mercato interno unico per i servizi finanziari al dettaglio, che – allo stato – non sembra essere adeguatamente sviluppato (v. *infra*). Nondimeno, i criteri indicati nelle previsioni della PAD non sembrano utili a identificare la tipologia di strumenti che la Commissione intende utilizzare. Inoltre, il problema principale riguarda la possibilità di consentire a comparatori *web* pan-europei di comparare prodotti che siano, a loro volta, pan-europei: in altre parole, sarebbe pressoché impossibile comparare prodotti che non presentino le medesime caratteristiche e strutture di costo; d'altro canto, una tale forma di comparazione risulterebbe del tutto fuorviante per i consumatori, che potrebbero percepire i prodotti presentati come simili. Trattasi, allo stato, di un problema di non agevole soluzione, anche alla luce della naturale tendenza verso la personalizzazione dei prodotti e dei servizi. In tal senso, occorre ancora domandarsi se sia veramente realizzabile, o comunque utile, una comparazione di un singolo prodotto offerto da migliaia di diversi intermediari: sembra infatti evidente il rischio di un sovraccarico informativo per gli utenti, che risulterebbero naturalmente spinti a continuare a scegliere esclusivamente sulla base del più semplice degli indicatori – il prezzo – ovvero a un criterio di vicinanza/prossimità (il prodotto più noto).

2.3 Il *peer-to-peer-lending* costituisce il terzo esempio dei più recenti *trend* dell'innovazione finanziaria gradualmente emergenti a livello globale, e che probabilmente richiederanno particolare attenzione da parte dei regolatori nazionali ed europei nel prossimo futuro. Il concetto di *peer-to-peer lending* generalmente racchiude un'idea abbastanza semplice, sviluppata, tuttavia, secondo approcci e modalità tra loro molto diverse: in estrema sintesi, esso consiste nella raccolta di piccole somme di denaro da parte di un ampio insieme di individui (ovvero i c.d. *social lenders*) e il trasferimento delle stesse a un prenditore, generalmente un individuo

in cerca di fondi per la realizzazione di piccole esigenze personali o una piccola-media impresa in cerca di fonti alternative di liquidità. Il *peer-to-peer lending* costituisce dunque una forma alternativa alla tradizionale offerta di credito da parte di banche e altri intermediari: sulla base di tale semplice schema, le piattaforme di *social lending* consentono l'incontro tra l'offerta e la domanda di credito senza ricorrere ad altri intermediari. Secondo la definizione adottata dall'EBA nella sua *Opinion on lending based crowdfunding* emanata nel febbraio 2015, il *lending-based crowdfunding* consiste in “*open calls to the wider public by fund seekers through a third party, typically an on-line platform, to raise funds for a project or for personal purposes, in the form of a loan agreement, with a promise to repay with (or in certain cases without) interest. The fund raisers may include individuals, start-up companies or existing SMEs that are seeking an alternative means of funding, rather than the traditional credit market*”¹⁵.

Le iniziative di *peer-to-peer lending* sono emerse spontaneamente e hanno riscosso un certo successo in numerosi mercati, sebbene le stesse rimangano ancora marginali in quelli, tra questi ultimi, meno propensi a rapide innovazioni – specie dal lato della domanda. Sebbene non risultino disponibili elaborazioni statistiche ufficiali, si stima che il valore attuale complessivo dei finanziamenti erogati attraverso piattaforme p2p italiane ammonti a circa 225 milioni di euro; in Italia, la regolazione è allo stato limitata alle piattaforme di *crowdfunding*, ovvero quelle che consentono di investire in obbligazioni e azioni di imprese non quotate sempre attraverso la rete. Nel Regno Unito, in cui si stima che tale cifra raggiunga 1.3 miliardi di sterline con oltre 50 operatori attivi, le piattaforme di *social-lending* (nella versione *loan-based*, e dunque specializzate in una forma di credito al dettaglio per importi non elevati) sono – al contrario – soggette alla regolazione della Financial Conduct Authority (FCA), che applica regole volte alla protezione degli investitori e

¹⁵Cfr. EBA, *Opinion on lending based crowdfunding*, [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-201503+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-201503+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf), febbraio 2015.

persegue una linea volta ad assicurare l'accesso a informazioni chiare e idonee a consentire una valutazione dei rischi e delle caratteristiche delle operazioni condotte; inoltre, le imprese che forniscano servizi di prestito *peer-to-peer* devono rispettare alcuni requisiti fondamentali in materia di protezione dei consumatori, e specifiche regole prudenziali volte a prevenire rischi sistemici, fra cui la predisposizione di piani di risoluzione, la necessità di ottenere una licenza e il rispetto di requisiti minimi di capitale.

Limitando la nostra attenzione alle forme di *peer-to-peer lending* fra privati, è possibile osservare come queste piattaforme pongano un insieme di importanti spunti di analisi e riflessione dal punto di vista della regolazione.

In primo luogo, non si riscontra un approccio unitario rispetto alla risoluzione dell'interrogativo sul se tali piattaforme forniscono un servizio unitario e innovativo ovvero un insieme di servizi compositi che rientrano ciascuno nel perimetro di un'attività già soggetta a riserva giuridica. In tal senso, è importante sottolineare il diverso approccio che è stato adottato in Italia, da un lato, e nel Regno Unito, dall'altro: mentre nel primo caso le piattaforme operano e sono autorizzate come istituti di pagamento, nel secondo caso sono soggette ad un'autorizzazione e a un regime di disciplina *ad hoc*. Inoltre, come osservato nella opinione dell'EBA sul *lending-based crowdfunding*, poiché tali piattaforme non raccolgono e trattengono depositi o altri fondi rimborsabili né simultaneamente offrono credito "*for their own account*", non rientrano nell'ambito di applicazione della disciplina fissata dal pacchetto CRD, che parte da una definizione di ente creditizio quale "*impresa la cui attività consiste nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico e nel concedere crediti per proprio conto*"¹⁶.

In secondo luogo, rischi derivanti dall'uso delle piattaforme di *lending-based crowdfunding* si pongono per tutte le parti coinvolte, ovvero tanto i prenditori e prestatori quanto l'ente gestore della piattaforma; tali rischi includono il rischio di

¹⁶Cfr. articolo 4(1), punto 1, del Regolamento (UE) n. 575/2013 (c.d. CRR).

credito e di controparte, il rischio di frode, il rischio di liquidità, il rischio operativo e le eventuali minacce di carattere legale-reputazionale connesse all'esposizione al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo¹⁷; tali rischi possono essere ridotti attraverso un insieme di misure tra cui requisiti di trasparenza generale in ordine al funzionamento e ai possibili rischi connessi ai prestiti *p2p*, una dettagliata informativa circa i progetti e i soggetti ammessi al finanziamento attraverso la piattaforma, clausole uniformi, chiare e trasparenti relative alle spese e ai diritti di recesso, e procedure obbligatorie e dedicate per la gestione dei reclami¹⁸. Nondimeno, data l'estrema varietà dei profili di rischio in gioco e la diversa tipologia di misure che dovrebbero essere implementate al fine di assicurarne la mitigazione pur senza imporre eccessivi vincoli allo sviluppo e diffusione di tali piattaforme, si ritiene che un approccio coerente richiederebbe l'adozione di una disciplina dedicata, volta a prevenire la semplice giustapposizione di frammenti diversi del sistema regolamentare già esistente.

Infine, e come si avrà modo di evidenziare nei prossimi paragrafi, va ricordato che le piattaforme di *p2p lending* si connotano per l'elevatissimo potenziale in termini di ulteriore integrazione del mercato unico europeo, dato che l'accesso ai servizi offerti attraverso le stesse richiede una semplice connessione web. Va al riguardo rammentato che gli Stati Membri non possono imporre restrizioni alle piattaforme *p2p* quali "*information society service providers*" nella fornitura di servizi in un paese *host*, in virtù delle previsioni stabilite dalla direttiva 2000/31/EC sull'e-commerce; nondimeno, nella pratica, le incertezze di carattere regolamentare sopra evidenziate fanno sì che nessuna piattaforma di *p2p lending* operi *cross-border*¹⁹.

¹⁷Si veda EBA, *Opinion on lending-based crowdfunding*, cit.

¹⁸*Ibidem*.

¹⁹Nel novembre 2015, la Banca d'Italia ha sottoposto a consultazione uno schema delle disposizioni in materia di raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, destinate a sostituire il Capitolo 2 del Titolo IX della Circolare della Banca d'Italia n. 229 del 21 aprile 1999. Tali disposizioni costituiscono attuazione dell'articolo 11 T.U.B. e della delibera CICR del 19

3. I *trend* principali dell'innovazione Finanziaria descritti nel precedente paragrafo possono essere considerati, come in parte già tratteggiato, anche alla luce della più ampia e complessa tematica della maggiore integrazione del mercato unico per i servizi finanziari al dettaglio. Oltre alle caratteristiche e agli elementi comuni descritti, AFAT, comparatori e piattaforme di prestito p2p hanno una comune caratteristica: possono fungere da motore per un'integrazione ulteriore del *single market*, grazie alla loro accessibilità per tutti i consumatori europei, alla loro estrema facilità e rapidità di utilizzo, alla loro capacità di favorire la concorrenza al contempo riducendo i costi per intermediari e utenti. Cionondimeno, talune precondizioni devono verificarsi: invero, occorre chiedersi se sia possibile effettivamente creare, ovvero ampliare il perimetro e la capacità del mercato unico per i servizi finanziari, quali ostacoli attualmente si frappongono ad una sua significativa crescita, e come le opportunità offerte dagli esempi sopra riportati dell'innovazione finanziaria possono contribuire ad una riduzione di tali ostacoli.

Concentrando l'attenzione sul settore bancario, si nota come lo sviluppo del mercato unico sia stato essenzialmente incentrato sull'elaborazione di regole

luglio 2005; secondo il testo proposto in consultazione, obiettivo della revisione normativa è quello di “rafforzare i presidi normativi, patrimoniali e di trasparenza a tutela dei risparmiatori che prestano fondi a soggetti diversi dalle banche, specie con riferimento a forme di raccolta che coinvolgono un pubblico numeroso e prevalentemente composto da consumatori”, nonché, tra l'altro, di “chiarire il quadro normativo del c.d. social lending, in modo da facilitare la consapevolezza degli operatori del comparto circa i vincoli derivanti dalle esistenti riserve di attività e prevenire, in linea con gli orientamenti internazionali, lo sviluppo dello shadow banking system”. Al riguardo, lo schema prevede l'introduzione di una specifica sezione dedicata all'attività di *social lending*, volta a fornire chiarimento in merito alle condizioni e limiti il cui rispetto è necessario affinché risulti rispettata la disciplina in materia di raccolta del risparmio tra il pubblico; ribadito il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico, vengono fornite indicazioni i) ai gestori dei portali, circa i casi in cui “la raccolta di fondi non è vietata poiché inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento o emissione di moneta elettronica da parte di soggetti abilitati”; e ii) ai prenditori di fondi, chiarendo che – tenendo conto delle modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending* – “la raccolta può considerarsi effettuata sulla base di una trattativa personalizzata quando, pur in presenza di un'attività del gestore di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto, i prenditori e i finanziatori che utilizzano il portale sono in grado di incidere sulla determinazione delle clausole contrattuali con la propria volontà negoziale”. Viene inoltre indicata l'opportunità di fissare un limite massimo, di importo contenuto, ai fondi che ciascun prenditore può acquisire tramite il portale di *social lending*.

complesse e a più livelli volte a consentire l'effettivo esercizio della libertà di stabilimento per gli operatori autorizzati a svolgere determinate attività in un qualsiasi Stato membro dell'Unione europea; è stato poi necessario, "correggere il tiro" di tali regole, affiancando, alle stesse, meccanismi e presidi volti a prevenire o mitigare le conseguenze sistemiche derivanti da crisi di più agevole propagazione all'interno di un mercato sempre più integrato. In tal senso, può essere qui utile richiamare il considerando 5 della direttiva 2013/36/EU, che stabilisce che le previsioni ivi contenute costituiscono *"lo strumento essenziale per la realizzazione del mercato interno, sotto il duplice aspetto della libertà di stabilimento e della libera prestazione dei servizi finanziari nel settore degli enti creditizi"*. Poco più avanti, il considerando 19 stabilisce che gli enti autorizzati nel proprio paese di origine sono autorizzati a svolgere nell'Unione *"tutte o parte delle attività che figurano nell'elenco delle attività soggette al mutuo riconoscimento, tramite lo stabilimento di succursali o mediante prestazione di servizi"*; tali attività sono elencate all'interno dell'Allegato I alla direttiva 2013/36/UE, e vanno dalla raccolta dei depositi e di altri fondi ripagabili a richiesta all'emissione di moneta elettronica. Nondimeno, mentre le attività sono soggette al mutuo riconoscimento, e pertanto sono divenute sempre più convergenti, i prodotti, i processi e le regole di condotta non hanno percorso il medesimo *iter* di ravvicinamento.

L'apertura (*rectius*: integrazione) del e nel mercato unico a imprese basate in una qualsiasi giurisdizione dell'Unione europea è stata accompagnata, in parallelo, dallo sviluppo di un *framework* normativo dedicato alla protezione dei consumatori con riferimento a certi specifici prodotti e servizi (ad esempio, il credito immobiliare, il credito al consumo) o a certe specifiche modalità nelle quali le attività ammesse al mutuo riconoscimento vengono o possono essere svolte (ad es., la disciplina dedicata alle forme di *distance marketing*). In conseguenza di ciò, mentre il sistema di disciplina volto a stabilire un *level playing field* per la prestazione di servizi bancari da parte di imprese modellate su un modello giuridico stabilito nel

diritto dell'Unione è stato completato e poi ulteriormente sviluppato e rafforzato successivamente alla crisi finanziaria, il *framework* dedicato ai prodotti e ai servizi, così come le regole in materia di condotta e rapporti con la clientela appaiono come gli elementi mancanti dell'intera impalcatura giuridica. Il mercato per i servizi finanziari al dettaglio appare invero come un tempio greco con quattro pilastri: mentre i tre pilastri che includono le autorità di vigilanza, le *legal entities* abilitate a svolgere attività riservate e le infrastrutture di mercato sono ormai sostanzialmente completi, il quarto pilastro dei prodotti, dei servizi e delle attività mutualmente riconosciute appare ancora in piena costruzione. Si procede per blocchi, interruzioni e riprese: manca il perseguimento di un disegno architettonico unitario. In tale contesto, l'innovazione finanziaria e gli scenari da questa disvelati appaiono come il proverbiale elefante nella stanza, o, secondo una prospettiva più ottimistica, un più benevolo *deus ex machina*.

Nel recente *Green Paper on retail financial services*, pubblicato nel dicembre 2016 e aperto alla consultazione sino allo scorso marzo, la Commissione europea osserva come “*Europe-wide markets in retail financial services do not really exist at present. Only a small minority of retail financial service purchases take place across borders. There are many good products which exist in domestic markets, but it is difficult for consumers in one EU Member State to buy products provided in another*”; in tale contesto, la digitalizzazione è percepita come un mezzo volto a ridurre l'importanza della “collocazione fisica” delle parti di un rapporto contrattuale, attribuendo a qualsiasi impresa la possibilità di rendere i propri prodotti disponibili ovunque nell'Unione europea e consentendo di raggiungere l'obiettivo di un mercato unico europeo maggiormente integrato.

In questa interessante pubblicazione, che servirà certamente da stimolo per indirizzare nuove iniziative regolamentari e delineare una più definita *policy* in materia, la Commissione identifica una serie di ostacoli che attualmente si frappongono alla creazione e allo sviluppo effettivo di un mercato unico per i servizi

finanziari al dettaglio; vengono quindi presi in considerazione i rapporti tra tali ostacoli e gli sviluppi della digitalizzazione nel settore finanziario *retail*. Nella prospettiva offerta, l'uso di tecnologie digitali innovative può risultare utile a risolvere tali problematiche, tra cui anche quelle che si ricollegano a una scarsa informazione e a un limitato accesso alle offerte provenienti da altri Stati membri, e quelle concernenti la frammentazione dei mercati e l'effetto scoraggiante di tale componente sui comportamenti e le scelte degli intermediari.

In primo luogo, vengono presi in considerazione gli ostacoli che si collegano alla struttura del mercato. Questi includono *i)* una debole domanda extra-domestica di prodotti da parte dei consumatori, *ii)* una frammentazione dei mercati, evidenziata dal differenziale tra i prezzi praticati sui vari mercati domestici per prodotti identici o simili – anche in conseguenza della tendenza ad aggiustare le politiche di *pricing* alle condizioni domestiche – e limiti nella scelta di prodotti, e *iii)* concorrenza insufficiente, livelli minimi di *consumer switching* e frequenti prassi di abbinamento tra prodotti. In secondo luogo, alcuni dei maggiori aspetti della digitalizzazione e dell'innovazione vengono presi in considerazione, al fine di valutare in che misure questi possano dare l'opportunità di “*smooth the process of making some cross-border transactions expand access to more effective information and advice for consumers, improve comparability of products and increase switching behavior*”²⁰. Da un lato, viene fortemente evidenziata l'emersione di nuovi modelli di *business*, attori e servizi che includono il trasferimento di denaro attraverso strumenti elettronici, l'intermediazione *online* dei pagamenti, l'aggregazione dei dati finanziari, l'offerta di credito *peer-to-peer* e i comparatori di prezzo; inoltre, vengono indicate tanto la pressione dei *social media*, quanto le interazioni tra i nuovi *player* emergenti e le imprese *incumbent*; queste ultime, da un lato si propongono di interagire con i *newcomers* al fine di fronteggiare al meglio i *trend* emergenti e, dall'altro, sono costrette a valutare la sostenibilità dei costi associati

²⁰Cfr. Commissione europea, *Green paper on retail financial services*, p. 10.

con il mantenimento di costosi “*physical shops*” (ad es., gli sportelli bancari). Ancora, la Commissione europea evidenzia la crescente offerta di prodotti nuovi, sottolineando le opportunità emergenti dallo sviluppo di servizi di pagamento innovativi: questi, tuttavia, poiché vengono sviluppati all’interno dei mercati nazionali, e a questi vengono rivolti, rimangono lontani dal consentire una piena interoperabilità cui conseguirebbe una maggiore integrazione e apertura del mercato transnazionale.

Sembra importante sottolineare che gli ostacoli messi in luce dalla Commissione europea all’interno del *Green paper* spiegano solo in parte lo scarso sviluppo di un mercato europeo integrato per i servizi finanziari al dettaglio. Invero, sebbene siano un prerequisito chiave per assicurare il corretto funzionamento di quest’ultimo, gli aspetti giuridici essenziali che attengono all’offerta e commercializzazione *cross-border* di prodotti finanziari al dettaglio e i temi relativi all’*enforcement* della disciplina dell’Unione e l’allocazione delle responsabilità di vigilanza tra le autorità nazionali non risultano analizzati o discussi in dettaglio. Solo nella terza sezione del *Green Paper* si rintracciano cenni ad alcuni di questi temi: a giudizio di chi scrive, l’analisi degli stessi sembrerebbe invece porsi come preliminare ad un’integrazione ulteriore del mercato finanziario. Nel libro verde, la Commissione cita, tra l’altro, i problemi relativi alla portabilità *cross-border* dei prodotti, le difficoltà connesse all’accesso a sistemi rimediali, la comparabilità di spese e commissioni, e le difficoltà, incumbenti sugli operatori attivi oltre i confini domestici, connesse alla necessità di adeguarsi alla disciplina posta da una pluralità di ordinamenti diversi in relazione all’offerta di prodotti e servizi finanziari *retail*. Con riguardo a quest’ultimo aspetto, e in linea con le osservazioni sopra svolte, si osserva che mentre il regime europeo di *passporting* è utilizzabile da parte di certe categorie di operatori e per alcune specifiche tipologie di attività ²¹, tale sistema non consente una riduzione effettiva dei costi di *compliance*, né si estende a tutti i

²¹Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Green paper on retail financial services*, p. 26.

prodotti: nell'ottica fornita all'interno del *Green Paper*, un possibile miglioramento del supporto fornito dalle autorità nazionali verso le imprese che intendano offrire prodotti oltre i confini del proprio paese *home*, nonché l'autonoma creazione di regimi europei di disciplina maggiormente armonizzati vengono citati²², in parallelo con il riconoscimento dell'assenza di convergenza in diverse importanti aree della regolazione specificamente correlate con l'offerta di prodotti bancari, come il diritto fallimentare, le procedure di stima dei beni e i meccanismi di soddisfazione dei crediti sugli stessi.

3.1 Come emerge dall'analisi delle problematiche connesse ai tre esempi di innovazione finanziaria sopra descritti, mentre le dinamiche che connotano quest'ultima e lo sviluppo e diffusione di prodotti alternativi possono contribuire allo sviluppo di un mercato per i servizi finanziari *retail* maggiormente integrato, altresì favorendo la concorrenza, emergono forti dubbi sulla capacità di tali fattori di consentire un simile sviluppo per prodotti e servizi *tradizionali*. In tal senso, il tentativo di sfruttare i vantaggi dell'innovazione finanziaria e di regolare i nuovi *trend* devono essere considerati alla luce della creazione di prodotti e servizi che

²²In tal senso, appare illuminante l'ultima parte del Libro verde, sebbene risulti poco chiaro individuare il messaggio che la Commissione ha inteso trasmettere: *"In some instances, a separate legal framework might be the best way to increase choice of product while decreasing costs for business and ensuring that consumers are adequately protected. An opt-in regime could be a framework for identical product characteristics, to be used on a voluntary basis. Its advantage would lie in providing standardization between Member States and in overcoming many national regulatory differences in some areas. Moreover, it could be a useful means for offering comparable and easy-to-understand financial products, thus increasing consumer trust and confidence for shopping cross border. The CMU Action Plan announces the Commission's intention to assess the case for a policy framework to establish a European market for simple, efficient and competitive personal pensions. In 2015 EIOPA consulted on the creation of a standardized Pan-European Personal Pension product (PEPP). In view of their similar features, the work carried out by EIOPA could serve as a basis for developing an opt-in regime for a Pan-European life insurance product. This could also prove valuable for other products. Similar ends could also be achieved by bringing national regimes and rights closer into line to encourage convergence through guidance, improved comparability or standardized practices, potentially through further development of current or new passporting regimes, convergence in supervisory standards (led by the ESAs) to limit issues with host state regulators. The concept of 'general good' rules⁸¹ in insurance, which are an exception to the fundamental principles of the Treaty with regard to free movement, would benefit from additional clarity. Inspiration could be drawn from UCITS as a current successful example of an EU-wide regime"*.

possano essere più agevolmente comparati dai consumatori e dalla clientela in generale all'interno dei confini dell'intera Unione, e l'armonizzazione dei poteri di vigilanza ed *enforcement* a tal fine attribuiti alle autorità di vigilanza nazionali.

Come già evidenziato, lo sviluppo di una disciplina di livello 1 per la regolazione dei prodotti e servizi finanziari non ha seguito un percorso lineare e, per così dire, onnicomprensivo: le direttive europee di rilievo all'interno di questo settore sono dedicate a specifici prodotti, con regole che spesso si sovrappongono e creano un intricato rompicapo di esenzioni, eccezioni e *gap* e *underlap* regolatori; in aggiunta, questo sistema di regole si pone in continuo dialogo tanto con altri campi del diritto fortemente radicati nelle tradizioni giuridiche nazionali (ad es., le regole in materia di insolvenza, o la disciplina sulla trasferibilità dei beni, le ipoteche etc.) quanto con altre previsioni adottate nel tempo dall'Unione per finalità talvolta estranee alla regolazione finanziaria intesa *stricto sensu*.

Lo stesso vale per le fonti di c.d. "level 2" e "level 3". Un esempio recente è rappresentato dalle 12 linee guida adottate dall'EBA in materia di "*product oversight and governance arrangements for retail banking products*", che devono essere rispettate dai "produttori" e "distributori" di prodotti offerti a consumatori in relazione a specifiche direttive dell'Unione, quali la Direttiva 2007/64/EC sui servizi di pagamento, la Direttiva 2009/110/EC sulla moneta elettronica, e la Direttiva 2014/17/EU sui contratti di credito ai consumatori relativi a immobili residenziali²³.

²³L'applicazione delle linee guida è di competenza delle Autorità nazionali, le quali possono decidere di applicare le disposizioni in questione ad altre entità che, pur non riconducibili nell'ambito della direttiva, sono vigilate dall'autorità stessa; inoltre, medesime tutele possono essere estese a persone diverse dai consumatori (come le micro imprese e le PMI). Vedi art. 7-8 delle EBA *Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail financial products*, disponibili (ultimo aggiornamento ad aprile 2016) al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1141044/EBA-GL201518+Guidelines+on+product+oversight+and+governance.pdf>.

The extension of the scope of application of the guidelines is under the remit of competent national authorities, which may consider to apply the former to other entities in their jurisdictions that do not fall within the scope of the legislative acts mentioned in the text but for which the competent authorities have supervisory responsibilities; furthermore, the same protections can be extended to persons other than consumers – such as micro-enterprises and SMEs. See points 7 and 8 of the EBA *Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail financial products*,

Queste linee guida prendono in considerazione gli accorgimenti diretti ad assicurare un adeguato controllo sui prodotti commercializzati; tali presidi devono essere integrati nel sistema dei generali requisiti organizzativi imposti agli intermediari e connessi ai sistemi di controllo interno, laddove gli stessi offrano prodotti rientranti nel relativo ambito di applicazione: in tal senso, le linee guida individuano le procedure volte ad assicurare che gli interessi, gli obiettivi e le caratteristiche connessi ad un mercato *target* siano rispettati, attraverso il ciclo dello sviluppo e successiva commercializzazione (*designing, marketing, reviewing*). Nondimeno, come evidente, l'ambito di applicazione di tali linee guida è limitato, e copre solo una porzione delle attività che possono essere svolte dalle *credit institutions* al di là dei confini nazionali, escludendo, al contempo, altri intermediari.

La complessità dello scenario regolatorio e le caratteristiche sopra descritte suggerirebbero l'opportunità di approfondire sforzi volti a un consolidamento del regime di disciplina già esistente, proprio in un'ottica di maggiore integrazione del mercato unico; con particolare riguardo al settore bancario, ciò potrebbe essere realizzato attraverso la creazione di un *single rulebook* per prodotti, servizi e regole di condotta per tutti gli intermediari, secondo un modello che rispecchi quello già in parte in essere nel settore dell'intermediazione finanziaria. Tale regime potrebbe consentire di prevenire la duplicazione delle informazioni da veicolare ai consumatori, di riempire i vuoti regolatori esistenti e i disallineamenti tra le norme di *compliance* applicabili nei vari ordinamenti; al contempo, potrebbe stimolare una tendenza virtuosa verso lo sviluppo di un sistema di prodotti "pan-europei" e un regime di passaporto effettivo per prodotti e servizi armonizzati nell'intera Unione, strumento utile al fine di incoraggiare la competizione e favorire una riduzione dei costi a vantaggio di tutti i consumatori; potrebbe, infine, favorire la comparabilità di prodotti, assicurando un livello minimo di qualità dei servizi ovunque

available (last retrieved on April 3 2016) at the following address: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1141044/EBA-GL-2015-18+Guidelines+on+product+oversight+and+governance.pdf>.

gli stessi siano offerti in Europa. Nel lungo termine, tali trasformazioni potrebbero consentire anche una razionalizzazione del mercato, una specializzazione dei modelli di *business* degli intermediari e, in ultima analisi, una maggiore stabilità dell'intero settore bancario.

Tale imponente sforzo di consolidamento dovrebbe essere necessariamente accompagnato dall'identificazione di alcuni pilastri comuni per assicurare un'effettiva protezione per tutti i consumatori senza l'imposizione di ulteriori e dispendiosi oneri in capo agli operatori di mercato: in tal senso, il *framework* di disciplina dell'Unione dovrebbe garantire un'ulteriore convergenza verso un *common minimum understanding* dei principi di trasparenza – tanto formale che sostanziale – e correttezza nelle relazioni con la clientela²⁴; ciò consentirebbe ai consumatori di “votare con il proprio denaro”, ovvero di spostarsi all'interno del mercato europeo scegliendo tra prodotti e servizi con caratteristiche di protezione minime comuni; tali prodotti e servizi inoltre, sarebbero offerti da imprese soggette alle medesime “regole del gioco”, fissate in maniera uniforme e applicate da autorità di vigilanza equipaggiate di risorse e poteri adeguati.

Si aggiunge anche che il consolidamento e la semplificazione dell'attuale sistema europeo di disciplina potrebbero tenere in considerazione ed elaborare gli spunti offerti dai più recenti studi in tema di *behavioral economics*. La disciplina europea tiene già in parte in considerazione gli aspetti psicologici dei processi decisionali dei consumatori, e si è spesso evidenziato come la semplicità dell'informazione trasmessa, in un'ottica di trasparenza sostanziale, può effettivamente contribuire a migliorare le scelte finanziarie dei consumatori; ciò specie

²⁴(si veda sopra, nota 1): “Consumers must be able to understand what they are buying, and why they are being sold a particular service: is it because it is the right service for them? Or because it is a product that earns the biggest commission? The availability of information to consumers is crucial: transparency is the foundation of consumer protection. If consumers don't have information, and information presented in a comprehensible way that can be compared to other products, they can neither properly choose what works best for them nor hold service providers to account. As knowledge is power, transparency is vital for an equitable balance of power between producer and consumer”.

laddove siano rafforzate e sistematizzate le iniziative in tema di educazione finanziaria. Come è stato altresì recentemente osservato nel dibattito sugli obiettivi di *policy* da realizzare a livello europeo, *“policy-makers would need to improve their knowledge about the very factors determining consumers’ decisions. This seems a sine-qua-non condition for identifying the causes of market dysfunction and for conceiving the best policy solutions. While (...) some first attempts have already been made at EU level (e.g. PRIPs, CCD, MCD), several EU Member States are more advanced in exploring behavioural insights and in applying them in policymaking. Some national authorities (e.g., the UK Financial Conduct Authority) have even developed principles and guidelines which the regulator should follow to better incorporate behavioural insights into its initiatives. New policies in financial services – both at national and EU level – should take into account behavioural insights since they shed light on the determinants of consumer behavior. At the same time, consumers should be free to decide and even free to make mistakes, if these do not result from misleading or unfair practices of providers. Therefore, regulators could have to face a dilemma regarding the scope of their intervention. In this context, it is appropriate to reflect on the trade-off between consumers’ freedom to decide, and the regulator’s need to prevent the sum of individual misbehaviors negatively affecting the economy, as in the case of the recent financial crisis”*²⁵.

4. Nella misura in cui prevale la “componente nazionale” delle regole in materia di prodotti, servizi e tutela dei consumatori, le azioni di vigilanza e di *enforcement* assumono anch’esse un rilievo di tipo principalmente nazionale. In una prospettiva di vigilanza, le sfide poste dall’emersione di un’ulteriore integrazione del settore finanziario *retail* nell’ambito dell’Unione - con la relativa apertura dei mercati domestici -, e di un più elevato affidamento sulle tecnologie digitali, sono

²⁵Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Emerging challenges in retail finance and consumer policy - Behavioral economics and financial services* (Steering note), *report* finale della conferenza del 18 novembre 2014.

molteplici. Possono qui essere tratteggiati tre problemi essenziali.

Il primo problema riguarda l'adozione di uno specifico modello di vigilanza rispettivamente per il livello nazionale e per il livello europeo, nonché l'interazione tra tali livelli e tra le funzioni qui in esame e quelle che più strettamente pertengono ad assicurare la stabilità finanziaria. Il tema della protezione dei consumatori ha assunto in maniera progressiva un ruolo sempre più autonomo, quale funzione indipendente da affidare a un'autorità di vigilanza, al contempo interrelata ad ulteriori obiettivi fissati dall'ordinamento. Nel panorama attuale degli organi e delle istituzioni, i modelli presenti nei diversi paesi europei sono particolarmente eterogenei e non emerge una preferenza chiara: invero, i compiti che attengono alla protezione dei consumatori rispondono a un'evoluzione strettamente nazionale degli obiettivi e degli strumenti fissati nella legislazione interna, e appaiono spesso meramente giustapposti ad altre responsabilità e funzioni che includono la stabilità degli intermediari e dei mercati finanziari in una prospettiva, al contempo, micro e macro. Prendendo ad esempio il caso italiano, la protezione dei fruitori di servizi bancari, finanziari e assicurativi si presenta come un compito ad elevata complessità; le responsabilità in ordine all'espletamento dello stesso sono suddivise tra molte autorità, tra cui la Banca d'Italia, la CONSOB, l'IVASS e l'AGCM, senza contare, poi, il ruolo essenziale attribuito all'ABF come organo alternativo di risoluzione delle controversie, e i compiti attribuiti al CICR e al Ministero dell'economia e delle finanze; a ciascuna di queste autorità e organi sono attribuite responsabilità differenti, che talvolta possono porsi in conflitto. Al contempo, il perimetro di applicazione delle regole italiane in materia di protezione dei consumatori è in certa misura più ampio rispetto a quello sinora intercettato dalla disciplina europea, rivolgendosi – salve le dovute diversificazioni – all'intera platea della clientela in generale. Ne risultano disarmonie, come di cerchi i cui centri sono disallineati e tuttavia dai bordi frequentemente sovrapposti.

In un recente documento dedicato a commentare il libro verde della

Commissione qui più volte citato, Bouyon e Lannoo sottolineano come *“institutional differentiation raises costs for providers when they enter a new domestic market (...) even though rules are better harmonized across the EU-28, differentiation in the domestic institutional framework still makes it more difficult for both providers and consumers to enter a foreign market”*²⁶. Secondo gli stessi autori, uno strumento utile a incentivare la propensione dei consumatori a fruire di prodotti e servizi *cross-border* dovrebbe riguardare la creazione di un organo - un'agenzia europea - forgiata sul modello della *Consumer Financial Protection Bureau* (CFPB) creata nel 2011 negli Stati Uniti; nonostante i limiti di *budget* che attualmente la affliggono, gli autori propongono, in via alternativa, *“at least the creation of a more integrated structure of cooperation amongst existing supervisors. As a start, the three European Supervisory Authorities (ESAs) – the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) – could undertake more initiatives “related to consumer protection and financial activities” (Art. 9) individually, or through joint Committees of the ESAs”*.

Quale che sia l'opinione circa l'approccio così proposto, è interessante notare l'emersione di una tendenza verso un'ulteriore specializzazione dei poteri, delle finalità e del perimetro di responsabilità della vigilanza nell'ambito del mercato europeo, in parallelo ai tentativi rivolti ad un'integrazione dello stesso. In considerazione dell'avvio del meccanismo unico di vigilanza, quale parte dell'unione bancaria, e del crescente lavoro volto alla creazione di un *single rulebook* conseguente all'implementazione dell'ultimo pacchetto CRD, un'ulteriore attribuzione di responsabilità nel quadro dell'offerta dei servizi finanziari *retail* alle autorità europee potrebbe ancora una volta alterare il complesso e difficoltoso equilibrio istituzionale raggiunto, aggiungendo un ulteriore e forse indesiderabile grado di

²⁶Cfr. BOUYON - LANNOO, *Relaunching the European Retail Finance Market Comments on the Commission's Green Paper*, ECRI Commentary No. 20, 15 dicembre 2015.

complessità all'immenso *puzzle* tridimensionale della vigilanza nell'Unione e nei suoi Stati membri.

Il secondo elemento essenziale attiene alla chiarificazione della ripartizione di ruoli e responsabilità tra autorità *home* e *host* con riguardo all'applicazione delle regole relative alla tutela dei consumatori, anche alla luce delle nuove sfide poste dalle tendenze all'innovazione finanziaria. Nell'attuale schema di ripartizione delle competenze, l'autorità del paese *host*, ovvero nel quale un ente stabilito in altro Stato membro svolge le proprie attività stabilendo succursali o mediante prestazione di servizi, può imporre *"l'osservanza delle disposizioni specifiche della propria normativa o regolamentazione nazionale da parte delle entità che non sono autorizzate come enti creditizi nei propri Stati membri d'origine o con riguardo alle attività che non figurano nell'elenco delle attività soggette a mutuo riconoscimento, purché, da un lato, tali disposizioni non siano già disposte dal regolamento (UE) n. 575/2013, siano compatibili con il diritto dell'Unione e motivate da ragioni di interesse generale e, dall'altro lato, che tali entità o tali attività non siano sottoposti a regole equivalenti nella normativa o regolamentazione dello Stato membro d'origine"* ²⁷.

In terzo luogo, emerge la tematica della convergenza dei poteri e meccanismi sanzionatori e di vigilanza, con particolare riguardo all'area delle regole di condotta e all'applicazione delle norme in materia di protezione dei consumatori e clienti in generale. In tal senso, i poteri attribuiti alle autorità nazionali competenti dovrebbero essere maggiormente armonizzati, al fine di prevenire forme di arbitraggio regolamentare e assicurare appropriati meccanismi di deterrenza. In parallelo, occorrerebbe procedere ad una più completa integrazione delle forme di

²⁷Si veda il considerando 21 della direttiva (UE) 2013/36. Assumono inoltre rilievo i considerando 26 e 27, alla luce dei quali alle autorità degli Stati *host* è riconosciuto *"il potere di effettuare caso per caso controlli in loco e ispezioni sulle attività delle succursali di enti nel loro territorio e chiedere informazioni ad una succursale sulle sue attività e a fini statistici, informativi o di vigilanza"*, ove ciò sia ritenuto *"rilevante per ragioni di stabilità del sistema finanziario"*, e il potere di *"ottenere informazioni sulle attività svolte nel loro territorio"*.

enforcement pubblico e privato, attraverso un più agevole accesso a strumenti di tutela extra-giudiziale nel quadro dell'Unione europea. Un ulteriore miglioramento di meccanismi di *redress* poco costosi, rapidi, di semplice e ampio accesso per i consumatori su base continentale, contribuirebbe a stimolare la tendenza dei consumatori a rivolgersi ad un mercato "*cross-border*"; in una certa misura, tale risultato potrebbe essere realizzato attraverso un'ulteriore evoluzione della rete FIN-NET, la cui esistenza è spesso ignota ai consumatori dell'Unione ²⁸.

5. All'interno di questo scritto sono stati esaminati tre recenti *trend* dell'innovazione finanziaria, nonché talune criticità connesse ai tentativi di ulteriore integrazione del mercato europeo dei servizi finanziari *retail*. Secondo quanto argomentato, la digitalizzazione può costituire un'opportunità per incoraggiare la competizione nel mercato; questa, tuttavia, pone nuove sfide nell'ottica delle responsabilità e dei compiti attribuiti agli organi di vigilanza, e interazioni ancora inesplorate con delicati profili giuridici inerenti la definizione delle attività riservate, per come attualmente strutturate nel sistema regolatorio esistente. Al fine di analizzare le sfide poste da tali fattori, si propongono alcuni suggerimenti: con riferimento alla gestione e commercializzazione di prodotti e servizi, e ai poteri di vigilanza dedicati al monitoraggio dei modi e delle forme di interazione tra intermediari e clienti, si suggerisce un consolidamento del sistema regolamentare esistente, da realizzarsi attraverso la creazione di un *single rulebook* finalizzato a rafforzare l'accessibilità a prodotti semplici e sicuri a carattere pan-europeo all'interno dell'intero mercato unico; in una prospettiva più strettamente istituzionale, sono stati evidenziati tre principali temi, che includono le interazioni fra le diverse finalità della vigilanza nel nuovo scenario della stessa in ambito europeo, la combinazione di meccanismi di *enforcement* pubblici e privati attraverso l'accesso a meccanismi di ADR rafforzati a livello europeo, e la convergenza dei poteri di

²⁸Su questi aspetti si veda il *Green Paper* della Commissione, più volte citato, p. 19.

vigilanza e sanzione attribuiti alle autorità.

Diversi dei temi qui presentati, e delle problematiche ad essi riconnessi, sono appena tratteggiati, e le conclusioni non possono che essere provvisorie; ciò richiederebbe uno sforzo di analisi più attento sul ruolo dell'innovazione finanziaria e sulle sfide poste dai tentativi di un'ulteriore integrazione del mercato, finalizzati ad una migliore e più consapevole comprensione delle conseguenze istituzionali e delle implicazioni giuridiche tanto per l'ordinamento europeo quanto per quello degli Stati membri. Con particolare riguardo ai profili istituzionali, risulterebbe necessaria una profonda riflessione sulle modalità attraverso le quali possa essere realizzata una convergenza dei poteri di vigilanza e sanzionatori, sul ruolo che potrà essere giocato – in tal senso – dalle tre ESAs, e su come gli strumenti di vigilanza e i poteri attribuiti a tali autorità dovranno evolversi per far fronte alle sfide poste da sistemi di commercializzazione dei prodotti interamente digitalizzati.

DOMENICO SICLARI

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università "La Sapienza" di Roma*

GIUSEPPE SCIASCIA

*Dottorando in Diritto pubblico dell'economia
nell'Università "La Sapienza" di Roma*