

Il volume esamina il ruolo delle autorità di vigilanza nella regolazione dei contratti nel mercato finanziario. Operando un'indagine sistematica delle fonti normative e delle prassi applicative nei segmenti bancario, mobiliare e assicurativo, il lavoro analizza le forme dell'intervento autoritativo, identificando le diverse tipologie di condizionamento (rivelativo, conformativo, e trasformativo) e i modi in cui queste incidono sul bilanciamento tra libertà negoziale e finalità pubbliche. Il contratto emerge, da questa prospettiva, quale strumento dalla funzione composita: espressione di volontà individuale e, simultaneamente, snodo operativo dell'azione regolatoria delle autorità di vigilanza. Tale duplice dimensione solleva interrogativi circa l'equilibrio tra eteronomia e autonomia nel governo dei mercati vigilati e in relazione all'attitudine regolatoria del diritto dell'economia.

Antonio Davola (Ph.D. – *Scuola Superiore Sant'Anna*, Pisa; LL.M. – *Yale Law School*) è Professore Associato di Diritto dell'Economia presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Bari "Aldo Moro", dove insegna *Sustainable Finance Regulation*. In precedenza, è stato Professore a contratto presso l'Università Luiss Guido Carli di Roma e *Marie Sklodowska Curie Fellow* presso l'Università di Amsterdam. È titolare del progetto FIS2 "*Framing Self-Determination in Digital Ecosystems*".

ISBN 979-12-5965-512-7



€ 45,00



Strumenti e modelli di diritto dell'economia

proposti da

† G. Alpa - F. Capriglione - V. Lemma

A. Sacco Ginevri - M. Sepe

44

Antonio Davola

Eteronomia e contratti nel mercato finanziario

I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza



CACUCCI  EDITORE
BARI

Antonio Davola

Eteronomia e contratti nel mercato finanziario

Strumenti e modelli di diritto dell'economia

proposti da

† G. Alpa - F. Capriglione - V. Lemma -

A. Sacco Ginevri - M. Sepe

44

Antonio Davola

**ETERONOMIA E CONTRATTI
NEL MERCATO FINANZIARIO**

I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza

CACUCCI  EDITORE
BARI

*L'Archivio della Casa Editrice Cacucci, con decreto prot. n. 953 del 30.3.2022 della Soprintendenza Archivistica e Bibliografica della Puglia-MiC, è stato dichiarato **di interesse storico particolarmente importante** ai sensi ai sensi degli articoli 10 c. 3, 13, 14 del d. lgs. n. 42/2004.*

PROPRIETÀ LETTERARIA RISERVATA

© 2025 Cacucci Editore – Bari
Via Nicolai, 39 – 70122 Bari – Tel. 080/5214220
<http://www.cacuccieditore.it> e-mail: info@cacucci.it

Ai sensi della legge sui diritti d'Autore e del codice civile è vietata la riproduzione di questo libro o di parte di esso con qualsiasi mezzo, elettronico, meccanico, per mezzo di fotocopie, microfilms, registrazioni o altro, senza il consenso dell'autore e dell'editore.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

S. Amorosino, E. Bani, P. Benigno, A. Blandini, C. Brescia Morra, E. Cardi, M. Clarich, A. Clarizia, F. Colombini, G. Conte, P.E. Corrias, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, F. Di Porto, G. Di Taranto, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, R. Lener, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, G. Martina, M. Mauge-ri, R. Miccù, A. Miglionico, F. Moliterni, G. Montedoro, G. Niccolini, A. Niutta, P. Passalacqua, M. Pellegrini, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, C. Rossano, D. Rossano, C. Russo, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

COMITATO EDITORIALE

G.L. Greco, F. Guarracino, C.A. Mauro, A. Minto, C. Pistocchi, I. Sabbatelli, I. Supino, A. Troisi, A. Vita

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi sono oggetto di esame da parte del Comitato scientifico per la valutazione secondo le presenti regole:

1. Prima della pubblicazione, tutti i lavori sono portati all'attenzione di due membri del Comitato scientifico per la valutazione, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel contributo;
2. Il contributo è trasmesso in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai *referee* affinché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio;
3. Il giudizio che i due *referee* formulano sul volume, e gli eventuali suggerimenti, vengono trasmessi, sempre in forma anonima all'autore, secondo il sistema del doppio cieco (*double-blind*).

Collana di saggi e monografie
diretta da
G. ALPA - A. ANTONUCCI - F. CAPRIGLIONE

1. - **La trasparenza dei contratti bancari**, di GUIDO ALPA
2. - **Il credito di ultima istanza nell'età dell'euro**, di ANTONELLA ANTONUCCI
3. - **Il risparmio gestito**, di MARCO SEPE
4. - **Banche popolari. Metamorfosi di un modello**, di FRANCESCO CAPRIGLIONE
5. - **Banca Centrale Nazionale e Unione Monetaria Europea. Il caso italiano**,
di MIRELLA PELLEGRINI
6. - **Gli intermediari finanziari non bancari. Attività, regole e controlli**,
di LUCA CRISCUOLO
7. - **Etica della finanza mercato globalizzazione**, di FRANCESCO CAPRIGLIONE
8. - **La concorrenza tra regolazione e mercato. Ordine giuridico e processo economico**, di SIMONE MEZZACAPO
9. - **La costituzione di banche tra disciplina speciale e nuovo diritto societario**, di MARCO SEPE
10. - **Patti parasociali e governance nel mercato finanziario**, di ANDREA TUCCI
11. - **Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia**, di MARCELLO CONDEMI
12. - **Assicurazione del credito all'esportazione. Lo stato dell'arte**,
di FRANCESCO MOLITERNI
13. - **Rischi e Garanzie nella Regolazione Finanziaria**, di GIUSEPPE BOCCUZZI
14. - **La mediazione creditizia. Soggetti, attività, controlli**, di GIUSEPPE GALLO
15. - **I Fondi Immobiliari tra Investimento e Gestione. Parte Generale**,
di VALERIO LEMMA
16. - **La cessione dell'azienda bancaria**, di LEONARDO DI BRINA
17. - **Diritto e protagonismo della società civile** (a cura di), PAOLO DE CARLI
18. - **La struttura delle rivoluzioni economiche**, di SERGIO ORTINO
19. - **La commissione di massimo scoperto fra prassi e legge**,
di FABRIZIO MAIMERI

20. - **Crisi d'impresa e attività bancaria. Analisi del rapporto tra diritto fallimentare e disciplina speciale delle banche**, di GIUSEPPE BOCCUZZI
21. - **Cassa depositi e prestiti e bancoposta identità giuridiche in evoluzione**, di MAVIE CARDI
22. - **Il conflitto di interessi nella gestione delle banche**, di ANDREA SACCO GINEVRI
23. - **La riforma delle banche di credito cooperativo**, di ILLA SABBATELLI
24. - **Usura bancaria e determinazione del "tasso soglia"**, di CARMELA ROBUSTELLA
25. - **Attività bancaria e impresa cooperativa**, di MARCO BODELLINI
26. - **Dati personali, rapporti economici e mercati finanziari**, di RAIMONDO MOTRONI
27. - **Concorrenza e regolazione dei mercati**, di DAVIDE SICLARI
28. - **La trasparenza dei contratti e dei mercati bancari e finanziari**, di GABRIELLA MAZZEI
29. - **Concorrenza, trasparenza e autonomie. Regolazione dei mercati e nuove forme di governo pubblico dell'economia**, di GIUSEPPE COLAVITTI
30. - **"Ending of too big to fail" tra soft law e ordinamento bancario europeo. Dieci anni di riforme**, di ANTONELLA BROZZETTI
31. - **La disciplina della compensazione nella crisi d'impresa**, di DOMENICO BONACCORSI DI PATTI
32. - **Funzione di compliance e nuovi modelli di governance dell'impresa bancaria**, di VINCENZO SANASI D'ARPE
33. - **La consulenza finanziaria nell'era del Fintech**, di ANNA MARIA PANCALLO
34. - **Minibond e Capital Markets Union. Disciplina vigente ed evoluzione normativa**, di PATRIZIO MASSINA
35. - **L'Unione bancaria europea tra integrazione finanziaria e dimensione politica**, di MARINA CHIARELLI
36. - **La trasparenza bancaria nella transizione ad un mercato sostenibile**, di ANNA MARIA PANCALLO
37. - **Verso un mercato della finanza localizzata**, di C. ALESSIO MAURO

38. - **Fit & proper nel governo delle banche.** *Idoneità individuale e adeguatezza collettiva nella prospettiva della diversity degli esponenti*, di GIANFRANCO ALFANO
39. - **I pagamenti non monetari nella finanza digitale europea.** *Una lettura del fenomeno nella prospettiva italiana*, di RAIMONDO MOTRONI
40. - **L'equilibrio delle regole nei mercati dinamici.** *Metodo e prassi della proporzionalità nell'ordinamento bancario*, di GIAN LUCA GRECO
41. - **Efficienza della giustizia e intelligenza artificiale.** *Profili di diritto dell'economia*, di LORENZO RODIO NICO
42. - **Poteri amministrativi ed autonomia privata nella conformazione giuridica del mercato**, di EDOARDO DE CHIARA
43. - **Aggregazione bancaria.** *Specificità dei modelli operativi*, di CLAUDIA MARASCO
44. - **Eteronomia e contratti nel mercato finanziario.** *I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza*, di ANTONIO DAVOLA

Sommario:

Introduzione al problema	pag. 19
--------------------------	---------

CAPITOLO I

**Privato e pubblico nella conformazione
giuridica dei mercati regolati**

1.	Diritto pubblico e diritto privato nella dialettica tra eteronomia e autonomia: dualità, processo dicotomico e relazione dinamica	» 31
2.	(segue): I mobili confini del rapporto pubblico-privato	» 36
3.	L'erosione del confine formale tra eteronomia e autonomia nel governo del mercato: un primo tentativo di sintesi	» 46
4.	(segue): Il superamento della "retorica del confine" in prospettiva solidaristica	» 54
5.	L'eteroregolazione del fenomeno economico: indagine in prospettiva integrata ed in chiave dia-cronica	» 61
6.	(segue): Dirigismo, economia mista e funziona-lizzazione del contratto	» 65
7.	Il contratto nel mercato, il contratto per il mercato	» 70
8.	Inciso e prime note critiche	» 75
9.	Autonomia privata e interesse pubblico nei mer-cati vigilati	» 79
10.	Autorità indipendenti e condizionamento contrat-tuale	» 86
11.	Il contratto come strumento regolatorio	» 92

12.	(segue): Contratto e giustizia sociale	pag.	96
13.	Rimedi ed <i>enforcement</i>	»	99
14.	Il mercato finanziario come luogo privilegiato d'indagine dei poteri di condizionamento negoziale	»	108

CAPITOLO II

I poteri di condizionamento dell'Autorità di vigilanza bancaria

SEZIONE PRIMA

PROFILI TEORICI

1.	Identificazione del perimetro d'indagine	»	114
2.	Regole di attività, di organizzazione e di prodotto	»	118
3.	Finalità istituzionali della Banca d'Italia e controllo della contrattazione	»	123
4.	Equilibrio di finalità e neutralità dell'autorità di vigilanza	»	132
5.	I poteri di condizionamento contrattuale diretto nel t.u.b.	»	135
6.	I poteri derivanti dalle disposizioni in materia di trasparenza	»	137
7.	Il condizionamento contrattuale <i>ex art.</i> 117, co. 8 t.u.b.: inquadramento e interpretazioni	»	141
8.	(segue): La violazione dell'art. 117, co. 8, il doppio binario civile-amministrativo e i relativi problemi di coordinamento	»	151
9.	I poteri indiretti: concetto e perimetro della nozione	»	155

-
10. Il controllo su contratti plurisoggettivi funzionali e su contratti relativi alla disciplina interna dell'ente pag. 159
11. (segue): I poteri attribuiti nel contesto della vigilanza regolamentare su base individuale e consolidata » 165
12. I poteri in materia di controlli » 170
13. (segue): Le sanzioni. » 176

SEZIONE SECONDA

PROFILI APPLICATIVI

14. I poteri di conformazione in materia di raccolta del risparmio: obbligazioni bancarie e strumenti di debito chirografario di secondo livello » 181
15. La disciplina dell'emissione di titoli e il conto corrente semplice » 190
16. Poteri di conformazione diretta relativi a particolari contratti di credito: la determinazione del massimale di finanziabilità nella disciplina del credito fondiario » 195
17. Le informazioni da inserire nei contratti di credito al consumo » 209
18. Le informazioni relative alle operazioni di pagamento » 214
19. Poteri di condizionamento indiretto riferibili alle operazioni di finanziamento: la conversione di finanziamenti in credito denominato in valuta estera e la gestione dell'inadempimento nel credito immobiliare » 217
20. (segue): Il condizionamento indiretto attraverso gli obblighi precontrattuali nei contratti di credito » 226

- | | | |
|-----|--|----------|
| 21. | La valutazione del merito creditizio | pag. 231 |
| 22. | Intermezzo: prime considerazioni su tipologie e natura dei poteri di condizionamento dell'autorità di vigilanza nel settore bancario | » 236 |

CAPITOLO III

I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza nei segmenti mobiliare, assicurativo e antitrust

SEZIONE PRIMA

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

- | | | |
|----|--|-------|
| 1. | Ancora: considerazioni di metodo | » 242 |
| 2. | I poteri di condizionamento della Consob | » 251 |
| 3. | Il condizionamento ai sensi dell'art. 23 t.u.f. | » 257 |
| 4. | Il controllo sui fattori di rischio: l'indicazione del <i>benchmark</i> e degli scenari probabilistici | » 262 |
| 5. | (segue): Il sistema dei rimedi | » 267 |
| 6. | Gli obblighi nella prestazione dei servizi e delle attività di investimento | » 272 |
| 7. | I poteri correttivi in relazione alle Offerte Pubbliche d'Acquisto | » 276 |
| 8. | I poteri in materia di impegni e le sanzioni (cenni). | » 284 |

SEZIONE SECONDA

L'ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI

- | | | |
|-----|--|-------|
| 9. | I poteri conformativi dell'Ivass | » 289 |
| 10. | Trasparenza e semplificazione nei contratti assicurativi | » 292 |

11.	Il contratto base nella responsabilità civile auto	pag. 296
12.	L'assicurazione della responsabilità civile medico-sanitaria	» 299
13.	La copertura assicurativa per rischi catastrofali	» 303
14.	Il divieto di inclusione di clausole nelle polizze obbligatorie	» 307
15.	<i>POG</i> e poteri ispettivi: l'indicazione del <i>value for money</i> (cenni).	» 309

SEZIONE TERZA

L'AUTORITÀ GARANTE DELLA CONCORRENZA E DEL MERCATO

16.	Ragioni d'indagine	» 313
17.	Intese anticoncorrenziali e conseguenze negoziali	» 321
18.	La tutela della concorrenza: contratti a valle e manipolazione del mercato	» 324
19.	La protezione del consumatore: pratiche commerciali scorrette e controllo di vessatorietà	» 333
20.	I rimedi, la loro incertezza e l'impatto sulla struttura contrattuale (cenni)	» 343
21.	Chiosa: impegni e <i>new competition tools</i> .	» 347

CAPITOLO IV

Autorità di vigilanza e condizionamento contrattuale: una proposta ricostruttiva

1.	Premessa	» 355
2.	Le teorie del contratto "amministrato", "adeguato", e "conformato". Critica	» 362
3.	I poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza. I poteri rivelativi	» 378
4.	(segue): I poteri conformativi	» 383
5.	(segue): I poteri trasformativi	» 387

6.	Intermezzo: storia di una città	pag. 389
7.	Le variabili costitutive dei poteri di condizionamento	» 393
8.	La discrezionalità dell'intervento	» 395
9.	L'impatto sull'assetto degli incentivi delle parti	» 399
10.	L'incidenza sul profilo causale del contratto	» 404
11.	La riconducibilità dell'intervento alle finalità della vigilanza	» 412
12.	Valenza prescrittiva del modello	» 416
13.	(segue): Il vaglio di legittimità e la scelta del rimedio	» 422
14.	Considerazioni conclusive	» 425
	Indice degli Autori	» 437

Introduzione al problema

L'analisi delle dinamiche del mercato finanziario¹ costituisce un'area di peculiare interesse per lo studio dei fenomeni di regolazione ad opera delle autorità di vigilanza, con particolare riferimento all'incidenza dei poteri attribuiti a queste ultime sulla contrattazione tra gli attori del mercato. L'evoluzione del sistema economico-finanziario, la sua complessità – sia in prospettiva macroeconomica, sia con riferimento alle relazioni ivi intercorrenti – ha, infatti, gradualmente posto in primo piano il ruolo delle autorità di vigilanza quali soggetti deputati non solo ad attività di controllo ma, altresì al condizionamento dei contratti².

Questo mutamento si manifesta nella crescente attribuzione a dette autorità di un novero eterogeneo di strumenti di intervento, i quali si declinano – a seconda dei casi – nella possibilità di emanare atti variamente riconducibili alla *soft law*, di predisporre il contenuto di negozi-tipo (e nell'individuazione dei rimedi connessi alla loro violazione), di imporre clausole *standard* e specifici obblighi in

¹ Laddove la nozione è da intendersi, nel contesto del presente scritto, intesa in senso lato, e dunque comprensiva dei tre segmenti bancario, mobiliare (o finanziario in senso stretto) e assicurativo: v. S. CASSESE, *La nuova costituzione economica*, Bari-Roma, 2015, 177. In precedenza, G. MINERVINI, *Le istituzioni per la tutela del pubblico risparmio: l'ISVAP*, in *Rassegna economica*, 1955.

² Nel corso del presente lavoro la locuzione “condizionamento” del contratto sarà preferita alle espressioni – facenti riferimento (a seconda dei casi) alla regolazione, conformazione, eterointegrazione, adeguamento, controllo, ovvero alla gestione amministrata della negoziazione – in passato utilizzate in dottrina per identificare il fenomeno. Tale scelta si giustifica in virtù del fatto che si ritiene che il termine “condizionamento” sia maggiormente adatto ad esprimere la latitudine e l'eterogeneità dei poteri delle autorità di vigilanza suscettibili di incidere sulla struttura del contratto; al contempo le summenzionate espressioni rinvenibili nel dibattito appaiono tutte, per diversi motivi, descrittivamente o prescrittivamente insoddisfacenti: in relazione a questi aspetti v. *infra*, Cap. IV, par. 2.

capo alle parti, nonché nell'esercizio di facoltà inibitorie, operanti in via precauzionale rispetto all'accertamento di una violazione.

A tale espansione si accompagna, contestualmente, un progressivo accrescersi della frequenza di esercizio di questi poteri ad opera delle autorità di vigilanza, sovente interpretato (dalle autorità stesse, e in giurisprudenza) attraverso una lettura estensiva dei confini delle relative attribuzioni.

La peculiarità di tali poteri risiede, anzitutto, nella loro natura, che combina elementi di *regulatory governance* e profili civilistici; questo aspetto si traduce in una sorta di azione di "eteronomia qualificata" che si sovrappone e si integra con l'autonomia negoziale delle parti³.

Ne deriva un superamento del tradizionale approccio dicotomico tra libertà contrattuale e controllo amministrativo in favore di un modello di condizionamento "ibrido" di matrice autoritativa, il quale incide direttamente sulla struttura e sul contenuto dei rapporti negoziali avvalendosi, in funzione regolatoria, (anche) di istituti tipici del diritto privato.

L'indagine dei caratteri di tale processo offre, correlativamente, indicazioni di rilievo circa il mutare del ruolo del diritto pubblico (nazionale, ed europeo) e dello Stato, nonché in relazione alla possibilità di ricorrere a strumenti e tecniche del diritto privato quali veicolo privilegiato per il perseguimento di obiettivi di benessere generale. Tutto questo, peraltro, nell'esercizio di attribuzioni di tipo tecnico-amministrativo.

Il crescente interventismo dei pubblici poteri sulla contrattazione, e l'espansione delle relative attribuzioni in favore delle autorità di vigilanza – unitamente all'incertezza circa forme e modi del loro esercizio, alla possibilità di ricondurli alla tradizionale struttura del precetto e, soprattutto, di interpretarne adeguatamente i profili di incidenza potenziale e fattuale sul corretto realizzarsi dell'autonomia negoziale – pongono all'attenzione dell'interprete rilevanti criticità operative.

Si è osservato, in tal senso, come questo processo determini incertezze in merito all'inquadramento dei suddetti poteri all'inter-

³ V. M.S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna, 1995, 181.

no della gerarchia formale delle fonti: il sistema multilivello che ne deriva solleva dubbi circa l'interpretazione e l'applicazione del principio di legalità, nonché in merito all'opportunità di ripensare alcune categorie di diritto comune, alla luce delle nuove modalità di intervento delle autorità di vigilanza sulla contrattazione.

Particolare attenzione merita, poi, il profilo della tutela giurisdizionale. La natura ibrida di tali poteri pone questioni delicate circa il riparto di giurisdizione e le forme di sindacato esperibili; questo, specialmente qualora l'intervento dell'autorità incida su aspetti tradizionalmente rimessi all'autonomia privata e, di conseguenza, si leghi all'attivazione dei rimedi civilistici connessi alla contrattazione, creando una convergenza – e possibile sovrapposizione – tra forme di tutela riconducibili al *private* ovvero al *public enforcement*, nonché tra protezione di interessi legittimi e diritti soggettivi.

Al crocevia di questa pluralità di elementi si colloca, soprattutto, il problema dell'individuazione dei (nuovi) confini del rapporto esistente tra regolazione e autonomia privata, da analizzarsi in termini di legittimità costituzionale di poteri che si rivelano profondamente incidenti sulla libertà di iniziativa economica.

Posto in questi termini generali il tema, come evidente, non è riconducibile esclusivamente al mercato finanziario, che di contro costituisce l'oggetto privilegiato dell'indagine che qui si conduce.

Analoghe tendenze sono, per vero, osservabili su diversi fronti, e riferibili all'azione di una pluralità di autorità amministrative: esempi paradigmatici – già oggetto attenzione in dottrina⁴ – sono quelli relativi all'utilizzo da parte dell'Autorità Garante per le Comunicazioni dei propri poteri in materia di accesso e interconnessione, in merito alla determinazione dell'equo compenso degli editori e, più in generale, in materia di rapporti contrattuali tra autori, artisti e i loro aventi causa. Medesimo discorso può farsi con riferimento alle deliberazioni dell'Autorità di Regolazione per Energia Reti e Ambiente in materia di tariffe del servizio idrico

⁴ Per tutti S. AMOROSINO, *Le Autorità indipendenti "economiche" ed il prisma delle conformazioni dei contratti*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 2, 253 ss.; v. altresì G. GITTI (a cura di), *L'autonomia privata e le autorità indipendenti. Le metamorfosi del contratto*, Bologna, 2006; M. ANGELONE, *Autorità indipendenti e eteroregolamentazione del contratto*, Napoli, 2012.

o, ancora, in merito alle indicazioni rese dall’Autorità di Regolazione dei Trasporti in tema di condizioni contrattuali di utilizzo, da parte degli operatori di mercato, delle infrastrutture ferroviarie; riflessioni paragonabili ricorrono, poi, con riferimento ai poteri di predisposizione, da parte dell’Amministrazione delle Dogane e dei Monopoli, degli schemi di “contratti tipo” cui i concessionari di giochi e scommesse devono attenersi nei rapporti con gli operatori al dettaglio⁵. Ancora: ponendo attenzione alla disciplina a protezione del corretto trattamento dei dati personali viene immediatamente in rilievo il potere, attribuito al Garante, di ingiungere al titolare o al responsabile del trattamento di conformare (a prescindere dall’effettiva verifica circa la presenza di una violazione della disciplina rilevante) la propria attività alle disposizioni della *General Data Protection Regulation*⁶.

Guardando, da ultimo, alla tutela della concorrenza (che pur occupa un ruolo centrale nella presente riflessione, in quanto disciplina “orizzontale”), il tema si lega al problema della qualificazione da attribuirsi alle prescrizioni poste dall’Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato nel contesto di impegni adottati in corso di procedimento (e, dunque, *in itinere* rispetto alla conclusione dello stesso) nonché ai *new competition tool* attribuiti all’Autorità – legittimata ad adottare in fase di indagine conoscitiva misure strutturali o comportamentali al fine di eliminare le distorsioni della concorrenza⁷. Significativo è, inoltre, il rilievo acquisito dagli strumenti tipici della tutela consumeristica come il controllo sulle pratiche commerciali sleali ed in materia di clausole vessatorie i quali, peraltro, offrono rilevanti spunti di riflessione alla luce della loro riferibilità ai rapporti asimmetrici, elemento caratterizzante – *mutatis mu-*

⁵ A. FERRARI ZUMBINI, *La regolazione amministrativa del contratto*, Torino, 2016, 124 ss.

⁶ Cfr. art. 58 co. 2, lett. d) del Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016.

⁷ F. GHEZZI, G. OLIVIERI, *Diritto antitrust*, Torino 2019, 311 ss.; F. TRUBIANI, *Poteri regolatori dell’AGCM ed efficacia conformativa del contratto*, in M. ANGELONE, M. ZARRO (a cura di), *Conformazione degli atti di autonomia e disciplina dei mercati*, Napoli, 2022, 13 ss.

tandis – altresì il mercato finanziario⁸. E, a dire il vero, si potrebbe continuare ancora a lungo.

Questa preliminare illustrazione orientativa evidenzia, anzitutto, come il problema abbia ormai assunto rilievo strutturale e possa in via di principio porsi per la generalità dei mercati regolati.

Nondimeno, e pur nella consapevolezza di ciò, si ritiene che il mercato finanziario si presti in modo particolarmente efficace all'analisi dei poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza; questo, per diverse ragioni strutturali e funzionali.

In primo luogo, la natura “sistemica” del mercato finanziario rappresenta un *unicum* nel panorama economico. Se, da un lato, le interconnessioni tra gli operatori – e, dunque, l'effetto domino che può scaturire in seguito a singole crisi – rendono necessario un controllo preventivo e capillare sull'azione degli attori del mercato (fondamento operativo, peraltro, della vigilanza prudenziale⁹) al fine di preservare la stabilità dell'intero sistema, dall'altro esse determinano la particolare incisività dei poteri connessi al condizionamento negoziale. Invero, la ciclicità delle crisi finanziarie e la loro capacità di propagazione hanno storicamente dimostrato l'insufficienza di un approccio puramente reattivo, evidenziando la necessità di poteri conformativi preventivi in capo alle autorità di vigilanza. In questo senso l'esperienza del mercato finanziario fornisce un terreno di analisi fertile per studiare l'evoluzione e l'efficacia di questi poteri.

Inoltre, il mercato finanziario si caratterizza per la presenza di rischi peculiari, non facilmente percepibili *ex ante* dai contraenti e di natura originale rispetto ad altri mercati di prodotti al dettaglio ovvero di servizi: si pensi al rischio di credito, al rischio di mercato e al rischio operativo.

Dal punto di vista negoziale ciò si traduce – non sorprendentemente – in una complessità intrinseca dei prodotti negoziati, i quali vengono di conseguenza a qualificarsi nei termini di *credence goods*

⁸ R. LENER, E. GABRIELLI (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Milano, 2011, 129 ss.

⁹ Cfr. F. CAPRIGLIONE, M. SEPE, *Supervisione e tipologia dei controlli pubblici*, in Capriglione (a cura di), *Manuale di diritto bancario e finanziario*, III ed., Padova, 2024, in part. 160 ss.

e sono in minor misura inquadrabili all'interno dell'analisi costi-benefici tipicamente alla base delle scelte di contrattazione¹⁰. A differenza di beni e servizi tradizionali, i prodotti presenti nei segmenti bancario, mobiliare, e assicurativo, sono caratterizzati da un più elevato grado di astrazione e tecnicità rispetto alla generalità dei prodotti di consumo. Questo aspetto rende particolarmente accentuate le asimmetrie informative (e di potere) tra intermediari e clienti, le quali già costituiscono una cifra operativa dell'interazione *b2c* a mezzo di contratti standardizzati.

Non solo: a differenza di altri mercati regolati, la peculiare rilevanza della dimensione fiduciaria nella contrattazione finanziaria (sia nella sua prospettiva "micro", relativa alla correttezza delle operazioni nel rapporto investitore-intermediario, assicuratore-assicurato e banca-cliente; sia in quella in quella "macro" della solidità degli intermediari e del funzionamento del sistema nel suo complesso) rende quest'ultima un bene pubblico da tutelare¹¹. Questo aspetto, storicamente, rappresenta il fondamento del mercato interventismo osservabile non soltanto ad opera degli organi del potere politico ma, del pari, delle autorità di vigilanza in tali settori; esso si ricollega, a sua volta, alla particolare stratificazione delle fonti di regolazione *hard* e *soft* tipica di tali mercati.

La convergenza di questi fattori – sistemicità, complessità, rischi peculiari, standardizzazione, dimensione fiduciaria e stratificazione normativa – rende, dunque, il mercato finanziario un campo di emersione "naturale" per i poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza, offrendo in tal senso spunti di riflessione difficilmente rinvenibili con pari intensità e frequenza in altri mercati.

Non casualmente, nei segmenti bancario, mobiliare e assicurativo è possibile osservare una particolare ampiezza quantitativa e qualitativa di queste tipologie di intervento. Anticipando un aspetto che sarà oggetto di indagine in seguito, si può evidenziare che

¹⁰ R. PARDOLESI, *Analisi economica del diritto*, in *Digesto civ.*, I, Utet, Torino, 1987, 311; G. ALPA, *Interpretazione economica del diritto* ("economic analysis of law"), in *Novissimo dig.*, appendice IV, Utet, Torino 1983, 315.

¹¹ M. PELLEGRINI, *L'architettura di vertice dell'ordinamento finanziario europeo: funzioni e limiti della supervisione*, in *Riv. trim. dir. dell'econ.*, 2012, 2, 52.

l'analisi delle disposizioni attributive di poteri di condizionamento contrattuale – e delle modalità attraverso cui questi sono esercitati dalle autorità di vigilanza – rivela come il loro perimetro si sia, nel tempo, progressivamente esteso anche in relazione ai valori presi in considerazione, passando dalla tutela esclusiva della stabilità sistemica e della competitività alla valorizzazione di forme di protezione diretta del contraente debole, arrivando a ricomprendere (tema che, si premette, solleva non poche incertezze) financo aspetti di giustizia sostanziale.

Sul piano metodologico da ciò deriva anzitutto che l'analisi dei poteri di condizionamento della contrattazione nel mercato finanziario richiede un approccio integrato che tenga conto non solo degli aspetti giuridici formali ma anche delle implicazioni economiche e degli effetti pratici di questi sulle dinamiche del mercato: un'indagine circa tali poteri non potrà infatti prescindere dalla comprensione del loro effettivo impatto sui processi di contrattazione e sul funzionamento complessivo dei settori di incidenza.

La peculiare natura composita del mercato finanziario comporta la necessità di una riflessione interdisciplinare da condursi secondo un approccio tipico del diritto dell'economia, il quale coinvolge principi (e istituti) di diritto civile, amministrativo e costituzionale, al contempo riservando particolare attenzione alle finalità economiche di promozione dell'efficienza nel mercato.

L'indagine sulla natura dei poteri di condizionamento delle autorità di vigilanza (nonché sulla loro espansione e i loro modelli operativi) si inserisce, in questo senso, nel più ampio dibattito sulla trasformazione del ruolo dello Stato nell'economia, sui confini (e l'opportunità) della regolazione, nonché, come intuibile, sul rapporto tra questa e l'azione privata: la pervasività dell'azione delle *authorities* pone, infatti, ancora una volta in discussione i confini tra eteronomia e autonomia, delineando un nuovo modello di regolazione in cui la libera determinazione dei contenuti negoziali si confronta con le esigenze di vigilanza e di tutela del mercato e, anzi, viene funzionalizzata al perseguimento di queste. In questo senso, il fenomeno costituisce una manifestazione della dialettica tra diritto

privato e diritto pubblico, nonché del crescente passaggio dai modelli di regolazione condizionale a quelli di regolazione finalistica¹².

Posta la totalità di questi elementi, emerge chiaramente come una lettura volta a ricondurre il tema alla sola indagine dei poteri normativi¹³ delle autorità sia, in tutta evidenza, riduttiva. Al contempo, le ricostruzioni esistenti – pur avendo avuto il merito di riconoscere un elemento di originalità nelle dinamiche del fenomeno – si limitano ad asseverare l'esistenza dell'intervento eteronomo delle autorità di vigilanza quale circostanza sintomatica di una generale interdipendenza tra vicende negoziali e governo del mercato evidenziandone, da diverse prospettive, le criticità in relazione al rapporto tra azione amministrativa (indipendente) e disciplina del contratto.

È, allo stato, assente in dottrina una teoria che sviluppi un inquadramento coerente di tali poteri – pur rispettandone l'eterogeneità – e che, al contempo, consenta di interpretarne l'incidenza in relazione al rapporto tra eteronomia e autonomia nei mercati vigilati. Questi temi costituiscono l'oggetto del presente lavoro.

Nel tentativo di offrire, anzitutto, una prospettiva generale sul fenomeno, che ne consenta una sistematizzazione – e stante la già intuibile ampiezza delle questioni dogmatiche, operative e interpretative sottese al tema –, il presente lavoro provvede innanzitutto (in via preliminare rispetto alla trattazione del problema nello specifico contesto del mercato finanziario) ad illustrare alcune proposizioni fondamentali dell'indagine: coerentemente, la prima parte della ricerca si concentra sull'elaborazione delle nozioni di pubblico e privato e del loro rapporto con quelle dell'eteronomia e dell'autonomia. Tale analisi, condotta in prospettiva diacronica (prima) e sincronica (poi), è funzionale a una storicizzazione critica della dicotomia pubblico-privato e a illustrare la naturale tendenza dei due sistemi a interagire e sovrapporsi nel governo del mercato.

Individuatosi il nucleo centrale di questo processo dialettico nell'eteroregolazione del fenomeno economico, è possibile porre in luce la duplice natura della contrattazione nei mercati regolati: da

¹² D. SERRANI, *Lo Stato finanziatore*, Milano, 1971; G. AMATO, *Bentornato Stato, ma*, Bologna, 2022.

¹³ Cfr. V. VITI, *Il contratto e le autorità indipendenti*, Napoli, 2012.

un lato, quella di strumento di disciplina dell'operazione economica individuale, finalizzato all'interesse privato; dall'altro quella istituzionale di veicolo di regolazione, operante attraverso l'attribuzione alle autorità di settore di strumenti in grado di incidere sulle fasi genetiche, performative e patologiche del rapporto.

A tale attività segue, poi, un momento "filologico", dedicato all'indagine di specifiche disposizioni che attribuiscono e disciplinano i poteri di condizionamento contrattuale nel mercato finanziario: nel fare ciò si muove da un'analisi dei poteri di rilievo nel comparto bancario così come delineati dal t.u.b., per poi concentrarsi sui segmenti mobiliare ed assicurativo e, da ultimo, dedicare alcune riflessioni al tema del controllo concorrenziale.

Così condotta, l'indagine perviene un duplice esito: innanzitutto, essa identifica le specificità formali e sostanziali del condizionamento contrattuale ad opera delle autorità di vigilanza rispetto ad altre esperienze regolatorie tipiche del diritto pubblico in relazione ai rapporti obbligatori; in secondo luogo, consente all'interprete di prendere consapevolezza di trovarsi di fronte ad un fenomeno che, pur riconducibile ad un substrato concettuale unitario, è nella pratica suscettibile di incidere con diversi livelli di pervasività e tratti distinti sull'autonomia degli attori di mercato.

A fronte di questi elementi, l'ultima parte del lavoro è dedicata allo sviluppo di una proposta ricostruttiva del condizionamento contrattuale di matrice autoritativa nel mercato finanziario, idonea ad offrirne un inquadramento in termini descrittivi, prescrittivi e valutativi.

Inducendo dalla casistica analizzata i tratti caratterizzanti il fenomeno e, al contempo, definendone gli elementi finalistici, si provvede innanzitutto a sottoporre a critica le teorie preesistenti in relazione al contratto amministrato¹⁴, evidenziando le criticità metodologiche derivanti dal loro concentrarsi sul punto di caduta dell'intervento (il contratto) e non, di contro, sul processo eterointegrativo che ne è alla base; la disorganicità che caratterizza le forme di condizionamento e i loro modelli di incidenza crea, infatti, un sostanziale

¹⁴ *Ex multis* C. SOLINAS, *Il contratto «amministrato». La conformazione dell'operazione economica privata agli interessi generali*, Napoli, 2018.

ostacolo alla possibilità di identificare una tipologia contrattuale suscettibile di collocazione dogmatica autonoma.

Porre l'attenzione sul negozio nel suo isolamento (o sulla sola regola attributiva di potere), senza riconoscere che la concettualizzazione del fenomeno deve avvenire all'interno del processo interazionale tra volontà delle parti e finalità delle autorità di vigilanza, impedisce di valutare adeguatamente originalità ed incidenza del condizionamento contrattuale. Di contro, una prospettiva che valorizza il ruolo dell'intervento autoritativo (e le sue finalità) quale elemento "introiettato" nella definizione dialettica del regolamento di interessi – alla luce della sua idoneità a modificare l'azione degli agenti di mercato – permette di identificarne i connotati prescrittivi e, conseguentemente, i confini che l'autorità deve incontrare nel suo esercizio.

Esito ultimo di tale processo è lo sviluppo di un'architettura concettuale che identifica tre tipologie fondamentali di condizionamento – rivelativo, conformativo e trasformativo – e elabora le variabili costitutive utili, da un lato, a qualificare un determinato potere alla luce della tripartizione e, dall'altro, a valutare se – in relazione al caso concreto considerato – l'azione dell'autorità operi una corretta ponderazione di tutti gli interessi convergenti nell'operazione economica, compresi quelli riferibili alle specifiche caratteristiche del segmento vigilato. Il modello, delineato in questi termini, opera quale indice per valutare il rispetto dei canoni di legalità sostanziale connesso all'esercizio del potere dell'autorità di vigilanza e, al contempo, come presidio a tutela dell'autonomia dei contraenti.

La ricostruzione cui si perviene all'esito dell'indagine – basata sull'osservazione dei gradi di bilanciamento che i poteri di condizionamento raggiungono tra l'autonomia e l'eteronomia – identifica il punto di convergenza tra le diverse interpretazioni esistenti, attingendo alle riflessioni sviluppate dalla dottrina civilistica pubblicistica, e ai modelli elaborati dall'analisi economica del diritto. Al contempo, l'adozione di un approccio metodologico proprio del diritto dell'economia permette di cogliere le interconnessioni tra gli istituti rilevanti e le relative implicazioni in termini di governo del mercato prospettando, da ultimo, un modo di intendere l'autonomia privata nei settori vigilati strutturalmente diverso da quello costruito

(e consolidatosi) secondo il modello volontaristico. In tale modo, si perviene alla definizione di un modello che garantisce l'equilibrio tra libertà economica e finalità sociali, operando una sintesi compositiva di autonomia ed eteronomia idonea a garantire che il governo del mercato finanziario operi entro i confini del dettato costituzionale.