

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - M. PELLEGRINI
D. ROSSANO - M. SEPE - V. TROIANO

Supplemento al n. 3 /2024

ISSN: 2036 - 4873

TEMI E PROBLEMI
DI
DIRITTO DELL'ECONOMIA

Publicazione degli Atti del Convegno

“L’ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti geopolitici” tenutosi nei giorni 24 e 25 ottobre 2024 presso il Complesso Monumentale di Santa Chiara ed organizzato dall’Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

a cura di Diego Rossano

ALCUNE RIFLESSIONI SUI MERCATI IN EVOLUZIONE NELL'ERA DIGITALE *

(Some thoughts on evolving markets in the digital age)

ABSTRACT: *L'articolo analizza le trasformazioni dei mercati finanziari a seguito della trasformazione digitale. Si evidenzia come siamo dinnanzi a una sorta di rivoluzione con conseguenze giuridico-istituzionali tutte ancora da interpretare. La new economy che si basa sui dati e sugli algoritmi, tuttavia, presenta aspetti sia positivi sia talune criticità rilevando l'importanza di una sua regolazione e programmazione, motivo per cui, soprattutto, l'Unione europea, ma anche gli Stati membri, sono intervenuti a sostegno delle nuove tecnologie attraverso una disciplina di particolare favore. Si rimarca che, se da un lato, le piattaforme digitali e le applicazioni del fintech hanno reso più facile l'accesso ai mercati finanziari da parte dei fruitori di tali servizi, dall'altro la delocalizzazione comporta problemi di trasparenza e interrogativi relativi alla salvaguardia dei diritti dei consumatori, circostanza che mostra come sia fondamentale bilanciare innovazione e stabilità finanziaria.*

The essay analyzes the transformations of financial markets following digital transformation. It is evident that we are witnessing a kind of revolution, with legal and institutional consequences that are yet to be fully understood. However, the new economy, which is based on data and algorithms, presents both advantages and challenges, highlighting the importance of its regulation and planning. This is why, above all, the European Union, but also individual states, have intervened to support new technologies through particularly favorable regulatory measures. It should be noted that, while digital platforms and fintech applications have facilitated access to financial markets for users of these services, delocalization raises transparency

* Contributo approvato dai revisori

concerns and questions regarding the protection of consumer rights. This situation highlights the importance of balancing innovation and financial stability.

SOMMARIO: 1. Le caratteristiche della rivoluzione digitale nei mercati- 2. Le misure di sostegno alla digitalizzazione- 3. In particolare, i mercati finanziari - 4. Considerazioni conclusive.

1. La rivoluzione digitale, tra le tante innovazioni introdotte, ha rimosso talune diversità fra i mercati e concretizzato la trasferibilità di capitali che non è più limitata a livello territoriale.

Le conseguenze giuridico-istituzionali di questo fenomeno sono tutte ancora da interpretare, benché possa essere individuato un dato certo: i modelli tradizionali dei mercati sono in crisi, evidenziandosi una significativa trasformazione nel mondo degli affari¹.

L'agere delle imprese, degli intermediari bancari, finanziari e assicurativi in seguito a questo cambio epocale si sta modificando, mettendo in primo piano una logica concorrenziale contraddistinta da prodotti e servizi offerti secondo nuovi modelli (tecnologici), gestiti da soggetti che, occorre evidenziare, hanno la possibilità di evitare più facilmente la vigilanza e i controlli cui sono sottoposti gli operatori dei mercati tradizionali.

Spesso questa tipologia di imprenditori e le società che operano *on line* sono in grado di raccogliere una quantità enorme di dati gestiti non sempre in maniera trasparente e non sempre a tutela del consumatore, come prescrive, fra l'altro, lo stesso Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (art. 169).

I dati, ormai è fuor di dubbio, sono diventati un'enorme opportunità, integrando un nuovo fattore di produzione, che permette di ottenere miglioramenti significativi

¹CUCARO, *Evoluzione Tecnologica e Mercati Finanziari: dall'Intelligenza Artificiale al mercato virtuale passando dagli Expert Advisor, alla Blockchain e al Metaverso*, Milano, 2023, pp.15 ss.; CLARY, LORIZIO, *La trasformazione digitale nelle diverse economie e settori*, in LORIZIO (a cura di), *Pervasività delle nuove tecnologie*, Milano, 2022, pp. 24 ss.; LEOCANI, MALVAGNA, SCIARRONE ALIBRANDI et AL., *Tecnologie di registro distribuito (distributed ledger technologies-blockchain) per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari (security token): tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Rivista di diritto bancario* 2022, pp.73 ss.

nella produzione²e, quindi, rappresentano un grosso valore economico che va a sommarsi a quelli tradizionali (capitale e forza lavoro).

I summenzionati dati integrano il cardine della *new economy*, definita anche *data-driven*³, un nuovo paradigma economico che, tuttavia, pone il problema dell'equilibrio tra l'interesse alle nuove tecnologie e la stabilità finanziaria e, in particolare la questione della protezione dei consumatori. L'indiscutibile valore dei dati e degli algoritmi, nondimeno, se da un lato dimostra quanto essi siano ormai basilari per il funzionamento dei mercati⁴, dall'altro comporta criticità e ambiguità, soprattutto per la libera concorrenza⁵, evidenziando la necessità che i nuovi modelli di *business* debbano avere una loro precisa regolamentazione⁶. L'avvento del digitale ha ottimizzato l'efficienza dei mercati, compreso quello finanziario in quanto le rinnovate modalità di offerta legate alla possibilità di processare milioni di operazioni al secondo, ha ridotto i costi e aumentato i profitti, anche se a volte, a carico dei consumatori⁷. Nel contempo, ha generato perplessità poiché i supervisor hanno

²Il *paper* di Ibm del 12/11/2024 “*The Rise of the Data Economy: Driving Value through Internet of Things Data Monetization*” evidenzia come i dati saranno la misura chiave per capire se un'impresa resterà rilevante nella rivoluzione digitale. Secondo il Rapporto “*Digital economy outlook 2020*” dell'Ocse, Roma, 2020, 6 ss., le aziende, facendo leva sui dati, possono ottenere grandi *performance*, sia in termini di riduzione di costi che di creazione di valore.

³Il Consiglio europeo dei capi di Stato e di governo tenutosi a Lisbona il 23/24 Marzo del 2000 già evidenzia che l'Europa punta sul settore delle nuove tecnologie «per trasformarsi nel giro di dieci anni nell'economia dell'informazione più competitiva e dinamica del mondo, capace di una crescita economica sostenibile, con posti di lavoro migliori e più numerosi e con una maggiore coesione sociale», sul tema, CASSIA, MAGNO, *Data-driven use of cross-border e-commerce platforms and export performance: The mediating role of foreign market knowledge acquisition*, in *Sinergie*, 2022, pp. 131 ss.; FARBOODI, VELDKAMP, *A model of the data economy*, in *National Bureau of Economic Research*, 2022, pp. 1 ss.

⁴FALCE, *Verso l'Open finance*, in FALCE, MORERA (a cura di), *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, Torino, 2024, ai cui contributi si rimanda.

⁵V. PONZIANI, *Imprese Fintech e Techfin: l'impatto dei big data*, in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, Milano, 2019, 34 ss. L'Autorità per la garanzia nelle telecomunicazioni, Delibera n. 458/19/Cons. “Chiusura indagine conoscitiva sui big data”, Roma, 28/05/2020, ha individuato alcune criticità connesse ai *Big Data* e alla definizione di un quadro di regole atto a promuovere e tutelare la concorrenza dei mercati nell'economia digitale, la tutela della *privacy* del consumatore, nonché i profili di promozione del pluralismo nell'ecosistema digitale.

⁶D'AGOSTINO, *Le piattaforme digitali come nuove forme di mercato. Alcune considerazioni in merito ai profili economico-giuridici alla luce del processo normativo in Ue*, in AMMANNATI, CANEPA, GRECO, MINNECI (a cura di), *Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali. La regolazione dei mercati in trasformazione*, Torino, Giappichelli, 2021, pp. 81 ss.

⁷AMMANNATI, CANEPA (a cura di), *La finanza all'età degli algoritmi*, Torino, 2023, *passim*.

effettive limitazioni utilizzando i metodi tradizionali nell'esercitare la necessaria vigilanza nei confronti dei nuovi operatori tecnologici⁸.

L'economia digitale, soprattutto relativamente ai mercati finanziari, infatti, si fonda sull'uso degli algoritmi, sulla tecnologia *Blockchain* e sullo sviluppo delle c.d. cripto-attività ovvero rappresentazioni digitali di valore, utilizzate come mezzo di scambio o detenute a scopo di investimento, trasferite, negoziate o archiviate elettronicamente⁹ che comportano nuovi rischi. Questi ultimi sono legati alla protezione dei dati personali, alla sicurezza delle transazioni *online* e possono ingenerare problematiche come il monopolio delle grandi piattaforme che limitano la concorrenza e la diversità del mercato, a causa dei quali le Autorità di vigilanza stanno ancora cercando di ridefinire i loro ruoli che, peraltro, dovranno necessariamente prevedere un coordinamento tra loro. Non a caso l'Unione ha emanato la c. d. legge sui servizi digitali e la c. d. legge sui mercati digitali (DSA e DMA)¹⁰ con l'obiettivo di

⁸ Sulla vigilanza degli operatori finanziari, tra i più recenti, ROSSANO (a cura di), *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, Padova, 2023 al quale si rimanda per i molteplici e significativi contributi sul tema; RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 1/2022, pp.119 ss.; ROTONDO, *Innovazione tecnologica nel settore finanziario e sistemi di risoluzione alternativa delle controversie*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, n. 1 /2022 pp. 135 ss.; MOTRONI, *I «pagamenti senza moneta»: nuove sfide per la supervisione finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 1/2022, pp. 163 ss.; GENOVESE, *La vigilanza finanziaria sugli emittenti bancari*, in *Banca borsa e titoli di credito*, n. 4/2022, pp. 497 ss.; ORTINO, *Il principio di proporzionalità dell'Unione europea e la ripartizione dei compiti normativi e di vigilanza in materia bancaria*, in *Studi sull'integrazione europea*, n. 2/2020, pp. 281 ss.

⁹ Sul tema, senza pretesa di esaustività, tra i contributi più recenti, RIGANTI, *Cripto-attività e finanza sostenibile: gli "opposti" (non) si attraggono?*, n. 1/2024, pp. 15 ss.; GIULIANI, *Mercati delle cripto-attività e paradigmi normativi di tutela dell'investitore*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. al n. 2/2023, pp. 31 ss.; CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 3/2023, pp. 225 ss.; DE MARI, *Le cripto-attività nella disciplina MiCA e la finanziarietà delle "cripto-attività non finanziarie"*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, dicembre 2023, pp. 1 ss.; RABITTI, *Le regole di supervisione nel mercato digitale: considerazioni intorno alla comunicazione Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, suppl. n. 3 al n. 1/2022, pp. 119 ss.; ANNUNZIATA, *Verso una disciplina europea delle cripto-attività: riflessioni a margine della recente proposta della Commissione UE*, in *Diritto bancario*, 16 ottobre 2020.

¹⁰ Il *Digital market act* è stato emanato con Regolamento UE 2022/2065, mentre il *Digital service act* è stato emanato con Regolamento UE 2022/1925. Circa il DMA, almeno, CONTALDI, *Il dma (digital markets act) può contribuire alla protezione dei dati degli utenti online?*, in *Diritti umani e diritto internazionale*, n. 1/2023, pp. 77 ss.; DELLA VALLE, *Digital Markets Act e il ruolo dell'Unione europea verso un costituzionalismo digitale*, in *Giurisprudenza costituzionale*, n. 3/2022, pp. 1867 ss.;

instaurare un ambiente digitale più sicuro in cui vengano salvaguardati i diritti degli utenti e vengano create condizioni di concorrenza e parità tra le imprese.

Gli algoritmi¹¹sfruttando un grandissimo numero di informazioni costituito dai c.d. “Big Data”¹², ormai rappresentano una sorta di nuovo “potere”, economico, per chi li ha e li gestisce, realizzando, come è stato detto, una algocrazia o autoritarismo digitale¹³. Si aprono, quindi, attraverso le nuove tecnologie, nuove forme di mercati e servizi, soprattutto, per quanto riguarda i servizi di investimento, che realizzano sempre più spesso una gestione più rapida ed efficiente delle transazioni economiche, riducendo i costi operativi e migliorando la velocità dei processi aziendali sostituendo, tuttavia, l’attività dell’uomo nei processi decisionali (come succede nel trading

CIRAIOLO, *L’ecosistema digitale e l’evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, suppl. al n. 4/2022, pp. 342 ss.; CARRUGATI, *Merger review in the Digital Markets Act*, in *Concorrenza e mercato*, n. 1/2022, pp. 163; BRUZZONE, CAPOZZI, *Unilateral Conduct in Digital Markets: the Role of Principles in a Crowded Regulatory Space*, in *Concorrenza e mercato*, n. 1/2022, pp. 213 ss.; LAROUCHE, DE STREEL, *The European Digital Markets Act: A Revolution Grounded on Traditions*, in *Journal of European competition law & practice*, n. 12/2021, pp. 550 ss.; MASSA, *Ultimi sviluppi della riforma del digitale in Europa: il Digital Markets Act tra costituzionalismo europeo e concorrenza*, in *Quaderno AISDUE*, serie speciale *Atti del Convegno L’Unione europea dopo la pandemia*, Bologna, 4-5 novembre 2021, pp. 293 ss.; POLO, SASSANO, *DMA: Digital Markets Act o Digital Markets Armistice?*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 3/2021, pp. 501 ss. Sul DSA, tra i tanti, DE MINICO, *Nuova tecnica per nuove diseguaglianze. Case law: Disciplina Telecomunicazioni, Digital Services Act e Neurodiritti*, in *Federalismi.it*, n. 6/2024, pp. 1 ss.; CASOLARI, *Il Digital Services Act e la costituzionalizzazione dello spazio digitale europeo*, in *Giurisprudenza italiana*, n. 2/2024, pp. 462 ss. TORCHIA, *Lo Stato digitale. Una introduzione*, Bologna, 2023, pp. 51 ss.; TURILLAZZI, TADDEO et AL., *The digital services act: an analysis of its ethical, legal, and social implications*, in *Law, Innovation and Technology*, n. 1/2023, pp. 83 ss.; DEL GATTO, *Il Digital Services Act: un’introduzione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, n. 6/2023, pp. 724 ss.; GIORDANO, *La responsabilità degli intermediari digitali nell’architettura del Digital Services Act: è necessario che tutto cambi affinché tutto rimanga com’è?*, in *Comparazione e diritto civile*, n. 1/2023, pp. 193 ss.

¹¹ Per una sintetica riflessione su cosa sono e quanto siano importanti gli algoritmi nella c.d. società digitale, v., ITALIANO, *Dixit algorithmi. Breve Storia del nostro futuro*, in *www.open.luiss.it*, 2019.

¹² Sui *Big Data*, *ex multis*, CASINI, *Lo Stato taumaturgo nell’era dei Big Data*, in *Mulino*, n. 2/2023, 75 ss.; LEMME, *La transizione giuridica*, Torino, 2023, nello specifico, pp. 54 ss.; CARDONE, *Un’indagine conoscitiva sui Big Data*, in *Rivista Trimestrale di Diritto Pubblico*, n. 3/2020, pp. 964 ss.; LUCHENA, CAVALIERE, *Il riutilizzo dei dati pubblici come risorsa economica: problemi e prospettive*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, n. 1/2020, pp. 151 ss.

¹³ Sul tema, VALENTINI, *La democrazia nell’età della rivoluzione digitale e dell’Artificial Intelligence*, in *Intelligenza artificiale. Sviluppi futuri e tutela della persona*. Padova, 2024, pp. 149 ss.; SARACENI, *Big data, little certainties. La società digitale tra opportunità di sviluppo e rischi di algocrazia*, in *Rivista elettronica di diritto, economia, management*, n. 2/2022, pp. 31 ss.; MARRONE, *Democrazia epistemica, epistocrazia, algocrazia: alcuni problemi*, in *Paradigmi*, n. 2/2022, pp. 307 ss.; SCIACCA, *Algocrazia e sistema democratico. Alla ricerca di una mite soluzione antropocentrica*, in *Contratto e impresa*, n. 4/2022, pp. 173 ss.

algoritmico¹⁴) con non poche incognite¹⁵, come l'eliminazione dello "spazio fisico" trasformato in virtuale (le piattaforme digitali) senza limitazioni effettive tutte ancora da sperimentare. Essi consentono, invero, alle imprese di raggiungere un pubblico globale, aumentando le loro opportunità di crescita anche perché capaci di monitorare in tempo reale le dinamiche di mercato e il comportamento dei consumatori adattandosi rapidamente alle esigenze del mercato.

La tecnologia *Blockchain*, per esempio, ovvero quella relativa a un registro digitale che gestisce e aggiorna dati e informazioni in maniera aperta, condivisa e distribuita senza la necessità di un'entità centrale di controllo e verifica, permette di contenere tutte le transazioni avvenute tra i partecipanti del *network* attestando tutti gli scambi di valore, in particolare nel campo finanziario, senza che coloro che utilizzano ricorrano alle certificazioni atte a garantire e validare le transazioni. Il *database*, infatti, è condiviso dai partecipanti stessi ma non è coordinato da un'autorità centrale¹⁶. Il processo negoziale si basa su piattaforme informatiche, che utilizzano il sistema "If/Then", secondo il quale al verificarsi di un predeterminato evento consegue automaticamente l'esecuzione di una specifica azione¹⁷.

2. Dopo la pandemia di Covid-19, il supporto governativo alle nuove tecnologie è

¹⁴Nel *trading* algoritmico, gli algoritmi eseguono automaticamente l'ordine di acquisto/vendita senza che il *trader* debba stare h24 davanti allo schermo. Sull'argomento, ANNUNZIATA, *I processi di mercato automatizzati e il trading algoritmico*, in *Diritto del Fintech*, 2020, pp. 397 ss.

¹⁵Sul tema, LENER, *Sviluppo della fintech e trasformazioni dei mercati*, in PASSALACQUA (a cura di) *Diritti e mercati nella transizione digitale*, Milano, 2021, pp. 360 ss.; RABITTI, *Discriminazione tecnologiche e Fintech*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, n. 3/2023, pp. 467 ss.

¹⁶RABITTI, *Due diligence sulla sostenibilità e digitalizzazione della catena del valore: l'apporto di blockchain e smart contracts*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, n. 2/2023, 166 ss.; EAD., *Recenti evoluzioni dei contratti sulla blockchain. Dagli smart legal contracts ai 'contracts on chain*, in *Rivista di diritto bancario*, n. 3/2023, pp. 561 ss.; JAVAID, HALEEM et AL, *A review of Blockchain Technology applications for financial services*, in *Bench Council transactions on benchmarks, standards and evaluations* n. 2-3/2022, 173 ss.; ZACCARONI, *Le Roi est Mort, Vive le Roi! La blockchain e il diritto dell'Unione europea*, in *Quaderni AISDUE*, serie speciale *Atti del Convegno L'Unione europea dopo la pandemia Bologna, 4-5 novembre 2021*, pp. 317 ss.; PERNICE, *Criptovalute, tra legislazione vigente e diritto vivente*, in *Ianus - Diritto e finanza*, 2020, pp. 45 ss.

¹⁷ROBUSTELLA, *Verso le transazioni algoritmiche: gli smart contracts e i modelli negoziali intelligenti*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., pp. 372 ss.

diventato fondamentale per continuare le attività economiche e spesso non sono stati compresi negli aiuti tesi a ristorare i danni ingenerati dalla crisi sanitaria. I mercati digitali, peraltro, sono stati uno dei settori meno colpiti dalla crisi e dal *lockdown*, poiché, con il distanziamento sociale, era più semplice utilizzare piattaforme tecnologiche per gli acquisti e per le varie operazioni finanziarie.

A tutto ciò è corrisposto un aumento degli aiuti di Stato riguardanti, in particolare, la digitalizzazione e la realizzazione di nuove soluzioni legate ad essa per dare vita a importanti progetti di interesse comune (IPCEI)¹⁸ anche perché l'Unione, spesso, si è trovata in una situazione di subordinazione e ritardo nei confronti delle grandi aziende di Stati Uniti e Cina, che, di fatto, dominando gran parte delle infrastrutture digitali e dei servizi legati all'intelligenza artificiale, hanno reso necessario la riduzione del *gap* creatosi.

Le misure di incentivazione al settore, comunque, non sono nuove, già un decreto del 2014¹⁹ aveva previsto *voucher* finalizzati all'adozione di interventi di digitalizzazione dei processi aziendali, di ammodernamento tecnologico anche relativamente all'*e-commerce*. Recentemente i finanziamenti per supportare le *start-up* e le imprese innovative che operano nel settore digitale sono stati realizzati ancora una volta attraverso *voucher* supportati dall'iniziativa strategica di Sistema "La doppia transizione digitale ed ecologica"²⁰. Si tratta di incentivi che intendono innovare i processi aziendali con soluzioni di digitalizzazione entro gli ambiti tecnologici di innovazione compresi in un elenco (nel quale sono inclusi interventi per *Blockchain*,

¹⁸ Sugli IPCEI, progetti pubblico-privati in settori strategici che per la dimensione stessa degli interventi necessitano di un'azione finanziaria pubblica nazionale di sostegno, GEITMANN, *IPCEI technology wave initiated*, in *Academic Journal*, n. 4/2022, pp. 18 ss., FONTANA, VANNUCCINI, *How to institutionalise European Industrial policy*, in *Working paper*, n. 7/2024, www.leap.luis.it; LUCHENA, *La decisione della Commissione sugli aiuti a favore di Importanti progetti comuni di interesse europeo (IPCEI) in campo sanitario: il caso Med4Cure*, in *Diritto e salute*, n. 3/2023, pp. 12 ss.

¹⁹ Decreto interministeriale 23 settembre 2014 che ha stabilito, ai sensi dell'articolo 6, comma 3, del decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 febbraio 2014, n. 9, lo schema standard di bando e le modalità di erogazione del contributo tramite *voucher* alle imprese per la digitalizzazione dei processi aziendali e l'ammodernamento tecnologico.

²⁰ La Strategia autorizzata dal Ministero delle Imprese e del Made in Italy con decreto del 23 febbraio 2023, per promuovere la diffusione della cultura e della pratica digitale.

Big Data e Analytics nonché *Cloud, High Performance Computing* e sistemi *Fintech*). L'iniziativa è stata avviata dalla Direzione generale per gli incentivi alle imprese dell'ex Ministero dello Sviluppo economico (ora Ministero delle Imprese e del Made in Italy) con l'assistenza tecnica di Invitalia, che ha fornito la sua consulenza in tutte le fasi di attuazione dell'iniziativa, dalla progettazione dell'impianto procedurale della misura agevolativa, alla definizione della domanda di agevolazione, alla verifica dei requisiti di ammissibilità alle agevolazioni e i controlli amministrativi, in un'ottica di semplificazione dei processi e di riduzione dei tempi delle procedure amministrative, prevedendo una premialità nel caso del possesso di caratteristiche ritenute particolarmente considerevoli per lo sviluppo del mercato.

Taluni investimenti sono stati concessi, in deroga al divieto degli aiuti di Stato, per infrastrutture di *Cloud computing e Data centers* per migliorare la capacità di gestione dei dati e la resilienza delle reti digitali dalla Commissione europea che, nel dicembre 2023, ha approvato finanziamenti per 1,2 miliardi con l'intenzione di sbloccare ulteriori 1,4 miliardi di euro di investimenti privati per il progetto *IPCEI Next Generation Cloud Infrastructure and Services*, con sette Stati membri, tra cui l'Italia, per lo sviluppo di tecnologie avanzate di *Cloud ed Edge Computing*²¹. Il progetto ha l'obiettivo di accrescere la capacità di elaborazione dei dati e migliorare gli strumenti di condivisione di *software* per ottimizzare la capacità competitiva. Il primo risultato innovativo (la creazione di un'infrastruttura *open-source*) del progetto citato è previsto per la fine del 2027. Si prevede la creazione di almeno 1.000 posti di lavoro diretti e indiretti altamente qualificati durante le prime fasi e di molti altri nella fase di commercializzazione. Peraltro, il Regolamento (UE) 2023/1315 di implementazione e proroga del GBER, tra le tipologie di aiuto ammissibili ed esentate dalla necessità di

²¹Gli IPCEI sono finanziati a titolo dei bilanci nazionali, pertanto costituiscono aiuti di Stato approvati dalla Commissione attraverso la deroga di cui alla lettera b) par. 3 dell'art. 107 TFUE. Nella Comunicazione di cui sopra si specifica che essi devono fornire un contributo importante all'Unione ponendo rimedio a importanti fallimenti del mercato e coinvolgendo, almeno, quattro Stati membri, così andando a beneficio del mercato unico e della collaborazione fra Paesi europei, v. SMULDERS, *Ricerca e Sintesi fra la politica di concorrenza e politica industriale: l'ambizione dell'Unione Europea nel rafforzare la sua autonomia Strategica*, in ROSSI DAL POZZO (a cura di), *Politiche di concorrenza e politica industriale, sinergia o conflitto?*, in Eurojus, 2023, pp. 8 ss.

notifica alla Commissione, prevede progetti che coinvolgono beneficiari di diversi Stati membri nel settore della ricerca e dello sviluppo, innalzando le intensità di aiuto e le soglie di notifica, oltre che incentivi per migliorare l'accesso alla rete secondo quanto stabilito dall'art. 179 TFUE che specifica come lo sviluppo tecnologico con la realizzazione di uno spazio europeo della ricerca sia uno degli obiettivi dell'Unione europea.

Diverse misure a favore della Sicurezza Cibernetica e della sua promozione anche nel campo delle piattaforme digitali sono state concesse nel nostro Paese, aggiungendosi a quelle previste nel PNRR, come per esempio quelle contenute nella Legge di Bilancio del 2023²² che ha previsto un fondo di 70 milioni di euro per l'attuazione della Strategia Nazionale di Cybersicurezza e ulteriori 10 milioni di euro a beneficio di un Fondo dedicato alla gestione dei progetti di *cybersecurity*. Stanziamento aumentato a 50 milioni di euro nel 2024 e a 70 milioni nel 2025, al fine di potenziare ulteriormente le capacità di difesa informatica in Italia. Si aggiungono, poi, oltre ai Programmi di Finanziamento nazionale ed europeo già esaminati, anche i Fondi Strutturali e di Investimento europei, come il Fondo Europeo di Sviluppo Regionale (FESR) utilizzato pure per finanziare progetti di infrastrutture digitali e promuovere la connettività nelle regioni meno sviluppate, il Fondo Sociale Europeo (FSE) per supportare la formazione e lo sviluppo delle competenze digitali e il Fondo europeo di garanzia promosso dalla BEI. Gli aiuti di Stato ai mercati digitali si sono rivelati di fondamentale rilievo per sostenere l'innovazione e lo sviluppo di infrastrutture moderne e dei nuovi mercati anche finanziari al fine di migliorarne la competitività e l'efficienza e, nello stesso tempo, garantirne la sicurezza cibernetica.

3. La digitalizzazione ha, quindi, modificato i mercati finanziari, trasformandone le modalità di accesso, l'operatività e la regolamentazione evolvendo le modalità attraverso le quali circolano i capitali.

²² L. 29 dicembre 2022, n. 197 (art. 1 commi 899-902).

L'introduzione delle nuove tecnologie ha permesso di analizzare grandi quantità di dati in tempo reale, facilitando decisioni d'investimento più rapide e precise²³ migliorando la liquidità del mercato, sebbene tali tipi di operazioni possano anche amplificare la volatilità del mercato, come mostrato dagli episodi di "flash crash" avvenuti di recente²⁴ e fallimenti di mercato²⁵, evidenziandosi problematiche spesso non prevedibili.

Proficua è la circostanza che le piattaforme digitali e le applicazioni di *fintech*²⁶ hanno reso più facile e, in un certo qual modo, "democratizzato" l'accesso ai mercati finanziari, permettendo a un numero crescente di investitori *retail* di partecipare al *trading* e agli investimenti, così come l'uso dell'intelligenza artificiale nel settore finanziario ha migliorato la gestione del rischio e la previsione delle tendenze di mercato.

Nello stesso tempo, però, dubbi sorgono sulla delocalizzazione dei mercati che porta con sé una scarsa consapevolezza di coloro che utilizzano i servizi relativi, così come non pochi sono gli interrogativi etici (soprattutto relativi alla salvaguardia delle libertà individuali²⁷) e normativi legati alla trasparenza e all'affidabilità degli algoritmi decisionali.

Si rende evidente, quindi, quanto sia importante la funzione regolatoria perché occorre garantire uniformità (soprattutto a livello europeo) stabilità e certezze agli

²³LANDINI, *Circolazione dei dati, data analytics e tool di intelligenza artificiale nel settore assicurativo*, in FALCE, MORERA (a cura di), *Dall'open banking all'open finance. Profili di diritto dell'economia*, cit., pp. 95 ss.

²⁴SUN, MALLMANN-TRENN, *Understanding the Impacts of Flash Crashes in a Market under Asymmetric Information*, London, 2023, 6 ss; NADERI, *Market Agents and Flash Crashes*, London, 2022, *passim*.

²⁵BURCHI, MEZZACAPO, MUSILE TANZI, TROIANO, *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, in *Quaderni Fintech*, n. 4, marzo 2019, pp. 31 ss.; PORZIO, SAMPAGNARO, *Rischi delle banche connessi a Fintech*, in MAIMERI, MANCINI (a cura di), *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di Ricerca giuridica, Banca d'Italia*, n. 87, 2019, pp. 311 ss.

²⁶LUCHENA, *Tecnologie, mercati e regolazione dell'economia: il caso dell'intelligenza artificiale*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, ottobre 2024, pp.1 ss.

²⁷LEMMA, *La regolazione del fintech tra 'same supervision' e 'sandbox'*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., pp. 389 ss.; ma anche in generale, CORRIAS, *I soggetti vulnerabili nella disciplina comune e nei mercati regolamentati*, Napoli, 2021, ai cui contributi si rimanda.

operatori e agli utenti.

Così, appare opportuno rafforzare l'intervento pubblico al fine di governare l'innovazione, ma, anche, di realizzare la tutela sociale, sebbene, come rilevato, *ipolicy makers* hanno difficoltà a stare al passo con tale fenomeno che è in continua evoluzione e crescita²⁸, tanto che più volte hanno preferito fornire una disciplina attraverso atti di *soft law* capaci di realizzare, in modo più celere e agile rispetto alle fonti tipiche, le azioni da adottare²⁹. In Italia, per esempio, il fenomeno dal punto di vista legislativo non ha ancora una disciplina compiuta poiché spesso le norme, nel momento stesso in cui vengono emanate sembrano già superate³⁰.

4. La Commissione europea ha sottolineato che è importante disciplinare e sostenere lo sviluppo da parte dell'Unione di tecnologie digitali in modo da favorire la crescita della produttività e lo sviluppo economico, in piena coerenza con i suoi valori e con i suoi obiettivi "politici", in quanto ciò agevola la ripresa sostenibile, che è una priorità urgente³¹. È innegabile, infatti, che proprio attraverso lo slancio impresso a questo settore sia possibile compiere quei progressi a livello di transizione digitale e verde, che renderanno l'economia europea più resiliente e più competitiva.

Si evidenzia, poi, come la Commissione, a tal proposito, pur assumendo un atteggiamento più duttile e collaborando (attraverso una politica più flessibile degli aiuti di Stato) con i Paesi membri nel realizzare le transizioni necessarie, stia svolgendo un ruolo cruciale nel garantire il raggiungimento di una digitalizzazione "giusta",

²⁸ ROSSANO, *La finanza alternativa nella capital markets union*, in PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, cit., p. 430.

²⁹ CELATI, *Soft law nei mercati finanziari e tutela giurisdizionale*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati* n. 2/2020, pp. 312 ss.; ORTINO, *Il soft law nella disciplina dei mercati finanziari*, in *Banca Impresa Società*, n. 1/2020, 93 ss.; MORBIDELLI, *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Rivista della regolazione dei mercati*, n. 2/2016, pp. 1 ss.; POGGI, *Soft law nell'ordinamento comunitario*, in *www.astridonline.it*, 2005, pp. 3 ss.

³⁰ Il legislatore nazionale è intervenuto con il c.d. "Decreto semplificazioni", convertito dalla legge n. 12/2019, praticamente già superato. Sul punto, POTENZA, *Fintech e Blockchain: la validazione temporale elettronica alla luce del decreto semplificazioni in attesa delle linee guida AGID (Agenzia per l'Italia digitale)*, in CORAPI, LENER (a cura di), *I diversi settori del Fintech*, cit., pp. 74 ss.

³¹ Comunicazione della Commissione, "Orientamenti sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti per il finanziamento del rischio" C/2021/8712, Introduzione, punti 8 e 9.

conforme ai principi europei sempre con un'attenzione particolare a non distorcere la concorrenza.

Come è stato già affermato, è fondamentale che gli Stati, insieme alla Commissione (non senza la collaborazione dei privati³², mondo finanziario compreso) si assumano l'onere (anche se complesso) di favorire, programmare e dirigere il cambiamento, bilanciando innovazione e stabilità finanziaria attraverso nuove normative e linee guida per garantire la sicurezza e l'integrità del sistema economico, affrontando le sfide strutturali del XXI secolo al fine di produrre quel progresso tecnico indispensabile per una crescita equa e sostenibile nel lungo periodo³³. Senza dimenticare le nuove sfide e i rischi che la digitalizzazione porta con sé, come può accadere, in taluni casi, attraverso la manipolazione del mercato derivante dall'utilizzo delle tecnologie avanzate, la potenziale esclusione dei soggetti tecnologicamente meno attrezzati, i rischi sistemici nonché una non equa partecipazione degli attori economici e, non ultimo, il pericolo che i colossi dei mercati digitali scavalchino le regole e la sovranità degli Stati³⁴, incidendo in maniera negativa sul diritto e sui diritti umani in particolare, instaurando, com'è stato sostenuto, una sorta di plutocrazia al posto della democrazia³⁵.

Stefania Cavaliere

*Associata di Diritto dell'Economia
nell'Università degli Studi di Bari*

³²LUCHENA, *La programmazione europea nello scenario globale*, in *Euro-Balkan Law and Economics Review* n. 1/2023, p. 251, evidenzia come privati e stakeholder ritrovano un nuovo ruolo.

³³MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, p.32.

³⁴VENANZONI, *Crisi della sovranità statale ed emersione delle piattaforme digitali*, in PROIETTI, VENANZONI (a cura di), *La sovranità digitale tra sicurezza nazionale e ordine digitale*, Pisa, 2023, p. 45.

³⁵FENUCCI, *Rappresentanza politica e libertà di mandato nell'era della disintermediazione digitale*, Milano, 2021, pp. 193 ss.