

19 APRILE 2023

Disinformazione e Manipolazione del mercato: instabilità e disciplina dei mercati finanziari al tempo della rete

di **Antonio Davola**

Ricercatore in Diritto dell'economia
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

e **Matteo Monti**

Assegnista in Diritto pubblico comparato
Università Luiss Guido Carli

Disinformazione e Manipolazione del mercato: instabilità e disciplina dei mercati finanziari al tempo della rete*

di Antonio Davola

Ricercatore in Diritto dell'economia
Università degli Studi di Bari Aldo Moro

e Matteo Monti

Assegnista in Diritto pubblico comparato
Università Luiss Guido Carli

Abstract [It]: Le modalità di creazione e diffusione di contenuti *online* ha radicalmente cambiato il modo in cui la cultura e l'informazione sono prodotte e consumate: in via di principio, chiunque può creare un contenuto e diffonderlo. Se, in questo senso, la disintermediazione tra creazione e distribuzione di contenuti è può senz'altro leggersi nell'ottica di una sorta di democratizzazione, la quale prescinde dal filtro e dal ruolo dei *gatekeeper* e degli esperti, occorre però anche rilevare come tale sviluppo tecnologico-culturale comporta altresì problematiche connesse all'aumento della disinformazione e ad una generale crisi di fiducia fra comunità epistemiche e individui, idonea a comportare secondo alcuni autori una vera e propria *death of expertise*. L'avvento dell'informazione (e disinformazione) digitale ha coinvolto anche i mercati finanziari sotto (almeno) due profili: da un lato, nuovi soggetti digitali possono creare informazioni economico-finanziarie e diffonderle online; dall'altro, gli investitori *retail* hanno accesso a tali informazioni al di fuori delle forme di comunicazione formalizzate tipiche del mercato finanziario. In questo senso, il contrasto alla disinformazione online in ambito finanziario appare ad oggi un tema di spiccata rilevanza, anche considerandosi come la viralità che i contenuti online possono assumere determini problematiche sia in termini di stabilità complessiva del sistema, sia in termini di manipolazione del mercato (e conseguente responsabilità). Alla luce di queste considerazioni, il presente saggio si evidenzierà la necessità di un approccio sistemico alla gestione delle informazioni finanziarie false ovvero inesatte, il quale mutui ove opportuno strumenti e modelli dalla disciplina di settore delineata dal t.u.f., ma che al contempo incorpori la flessibilità di una valutazione "per effetti", costituzionalmente orientata, al fine di apprezzare la concreta rilevanza del fenomeno. In tal senso, ad una prima parte descrittiva focalizzata sui parametri costituzionali di valutazione delle forme di espressione e sulla normativa delle stesse segue una parte prescrittiva, tesa a proporre alcune possibili soluzioni al problema della disinformazione online in ambito finanziario; ciò, guardando contestualmente alle nuove regole in materia di *governance* delle piattaforme digitali (*in primis* il *Digital Services Act*) e alle forme alternative di gestione del contenzioso quali gli *Online Dispute Resolution systems*.

Title: Disinformation and Market Manipulation: Instability and Regulation of Financial Markets in the Network Age

Abstract [En]: The production and consumption of culture and knowledge have been fundamentally altered by the way information is produced and distributed online: anyone can, in theory, produce and distribute content for everyone to access. Such technological-cultural development entails issues major related to the rise in disinformation and, more in general, to a general crisis of trust between epistemic communities and individuals which could even lead to phenomena of s.c. "death of expertise". The emergence of digital information (and misinformation) also affects the financial markets in (at least) two ways: first, new digital actors are now able to produce economic-financial information and to distribute it online; second, retail investors have access to this information outside of the formalized forms of communication that are typical of the financial market.

* Articolo sottoposto a referaggio. Il presente lavoro costituisce l'esito di una riflessione comune degli Autori. Nondimeno, sono attribuibili in particolare a M. Monti i par. 2 e 3 e ad A. Davola i par. 4 e 5, laddove i par. e 6 sono attribuibili ad entrambi gli Autori. Un ringraziamento da parte degli Autori va ai partecipanti al convegno ICON-S Italia (Bologna, 16-17 settembre 2022) nonché alla Professoressa M. Pellegrini, alla Dott.ssa V. Aragona e al dott. M. Bassini per osservazioni critiche e commenti su iterazioni precedenti del presente lavoro.

Considering the virality that online content can acquire, these developments raise concerns both with regard to the overall stability of the system and in terms of market manipulation. In light of these factors, this article emphasizes the need for a systemic and interdisciplinary approach to the governance of false or inaccurate financial information; the discussed strategy, where appropriate, borrows tools and models from the sector discipline outlined by the TUF, but that also incorporates the flexibility of a constitutionally oriented "by effects" assessment. Accordingly, the first part of the research examines the constitutional criteria for evaluating expression forms and their regulation; the subsequent analysis, then, encompasses a prescriptive investigation for potential solutions against online misinformation in the financial sector. This operation is conducted, in particular, by taking into consideration newly approved regulations for the governance of digital platforms, (and most notably the *Digital Services Act*) as well operational mechanisms such as Online Dispute Resolution systems.

Parole chiave: Disinformazione online; mercati finanziari; manipolazione di mercato; Digital Services Act; Online Dispute Resolution; ODR

Keywords: Online misinformation; fake news; financial markets; market manipulation; Digital Services Act; Online Dispute Resolution systems; ODR

Sommario: **1.** Introduzione: la disinformazione economico-finanziaria online. **2.** I parametri costituzionali di riferimento nell'ordinamento multilivello europeo e le evoluzioni delle normative in tema di notizie false online. **3.** (segue) La disinformazione online e la nuova *governance* digitale. **4.** Le disposizioni in materia di contrasto alle manipolazioni informative nel mercato finanziario e alcune possibili soluzioni per rispondere alle nuove sfide della sfera pubblica digitale. **4.1.** La disciplina di settore nel Testo Unico della Finanza. **4.2.** Criticità applicative della disciplina del Testo Unico nell'ambito delle condotte online. **4.3.** La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte. **5.** Possibili soluzioni alla luce della nuova *governance* digitale europea. **5.1.** Il DSA e l'estensione della vigilanza ai c.d. *fin-fluencer*. **5.2.** Prospettive di gestione della (dis)informazione finanziaria online e ruolo degli ADR alla luce del DSA. **6.** Conclusioni: la lotta alla disinformazione finanziaria online e gli scenari aperti dal DSA.

1. Introduzione: la disinformazione economico-finanziaria online

Il presente saggio si propone di analizzare in ottica regolatoria il tema della disinformazione online in ambito economico-finanziario, ponendo a sistema una pluralità di dimensioni tradizionalmente oggetto di separata attenzione da parte della dottrina che del tema si è occupata, ossia la dimensione costituzional-democratica, quella dei diritti fondamentali, e quella della gestione e protezione del mercato.

Muovendo dalle varie esperienze normative nell'ordinamento multilivello europeo, il saggio analizza il fenomeno delle false notizie online partendo dalla disciplina dei mercati finanziari (ivi compresi gli attuali rimedi volti a prevenire le manipolazioni di mercato e le correlate ipotesi di responsabilità civile) evidenziando come, a fronte della liquefazione dei canali informativi caratterizzante la società digitale, nonché della *financialization* dei mercati, risulti estremamente complesso tracciare una netta linea di confine tra informazione giornalistica e specialistica, *commercial speech* e libertà di espressione *sui generis*.

Nel mondo contemporaneo, infatti, l'avvento della Rete e la digitalizzazione della società hanno causato un cambio di paradigma nella produzione della cultura, favorendo la «transformation of audiences (...) into practitioners»¹ e determinando la fine del monopolio dei c.d. *gatekeepers* (giornalisti, media tradizionali, esperti, intellettuali) nella diffusione della stessa.

¹ P.L. Sacco, *Culture 3.0: A new perspective for the EU 2014-2020 structural funds programming*, in *EENC Paper*, 2011, 7.

Tale cambio di paradigma si è ulteriormente accresciuto grazie alla concentrazione degli internauti su un numero limitato di piattaforme digitali, la quale ha dato luogo, insieme alla sempre maggiore centralità dei social network per il dibattito pubblico, alla c.d. “*piattaformizzazione della sfera pubblica*”². La concentrazione di una preponderante parte degli internauti su un numero ridotto di social network e la capacità di diffusione dei contenuti non prodotti dai *gatekeepers* tradizionali sugli stessi hanno, difatti, reso possibile una completa disintermediazione rispetto a giornalisti, esperti e istituzioni.

La modalità di produzione e diffusione di contenuti sulla Rete ha infatti cambiato il modo in cui la cultura e l’informazione sono prodotte e consumate: chiunque può creare un contenuto e diffonderlo e questa diffusione non è (era) mediata sulle piattaforme digitali da nessun filtro. Sui social network, il fenomeno della viralità permette di raggiungere un pubblico enorme a prescindere dalla fonte originaria del contenuto; sebbene tale fenomeno non sia proprio solo delle piattaforme digitali di condivisione di contenuti (estendendosi, ad esempio, anche alle app di messaggistica), sui social network esso trova sicuramente una consacrazione importante.

Se questa disintermediazione è emersa quale cifra caratterizzante l’ambiente digitale contemporaneo, a ben vedere si tratta però di una disintermediazione apparente: le piattaforme digitali - come sta già avvenendo con la c.d. censura privata³ - sono attori posti in una posizione ottimale per ristabilire nuove forme di intermediazione mediante quelle operazioni di *content moderation* che sempre più svolgono⁴.

Inoltre, sebbene tale trasformazione di paradigma nella produzione della cultura possa senz’altro leggersi nell’ottica di una sorta di “democratizzazione” della produzione di contenuti, che prescinde dal filtro e dal ruolo dei *gatekeeper* e degli esperti, occorre però anche rilevare che tale sviluppo tecnologico-culturale comporta altresì conseguenze negative. Fra queste, rilevano indubbiamente l’aumento della disinformazione e una generale crisi di fiducia fra comunità epistemiche e individui, idonea a comportare secondo alcuni autori una vera e propria «death of expertise»⁵.

In questo contesto tecnologico, l’avvento dell’informazione (e disinformazione) digitale ha coinvolto anche i mercati finanziari sotto (almeno) due profili, uno attivo e uno passivo.

In primo luogo, dal punto di vista attivo, nuovi soggetti digitali possono creare informazioni economico-finanziarie e diffonderle online, senza alcun controllo da parte di quei *gatekeeper* che nel mondo analogico svolgevano un ruolo di “filtro” e vaglio critico (giornalisti economici, consulenti, agenzie di rating).

² M. Sorice, *La «piattaformizzazione» della sfera pubblica*, in *Comunicazione politica*, vol. 3, 2020.

³ M. Monti, *Privatizzazione della censura e Internet platforms: la libertà d’espressione e i nuovi censori dell’agorà digitale*, in *Rivista italiana di informatica e diritto*, vol. 1, 2019; M. Bassini, *Fundamental Rights and Private Enforcement in the Digital Age*, in *European Law Journal*, 25(2), 2019.

⁴ Rispetto al loro primo “periodo di vita” nel quale incorporavano un modello più statunitense, senza porre in essere particolari attività di moderazione dei contenuti: K. Klonick, *The New Governors*, in *Harvard Law Review*, 131, 2018.

⁵ T. Nichols, *The Death of Expertise. The Campaign Against Established Knowledge and Why It Matters*, Oxford, 2017.

In secondo luogo, dal punto di vista “passivo” gli investitori hanno oggi accesso a queste informazioni attraverso canali che non si collocano più nelle forme di comunicazione formalizzate tipiche del mercato finanziario. In questa dimensione, occorre anche sottolineare come si sia concretizzata la possibilità dei *retail investors* di bypassare il tradizionale ruolo di intermediazione dei consulenti finanziari, informandosi autonomamente; tale dinamica appare ancora più evidente alla luce della possibilità di investire direttamente attraverso *smart banks* e piattaforme di investimento.

In questo senso, la diffusione di disinformazione in merito (*ex multis*) alla tenuta economica di un’azienda, ai conti pubblici di uno stato ovvero ancora alla situazione di un settore economico, possono diffondersi più facilmente ed essere “recepte” dall’investitore concorrendo potenzialmente a bolle speculative o crisi finanziarie⁶. L’avvento della sfera pubblica “piattaformizzata”, la digitalizzazione della società e la concentrazione degli internauti su poche infrastrutture *social* concorrono dunque ad ampliare la vulnerabilità informativa degli investitori e i rischi sistemici per il mercato⁷.

In questo senso, il contrasto alla disinformazione online in ambito finanziario, sia attraverso il controllo delle autorità di vigilanza sia mediante lo strumentario privatistico proprio della responsabilità civile, non appare del tutto soddisfacente come si rileverà nel corso del paper. Il vaglio di quelle esternazioni online di internauti e operatori dell’informazione che possano avere un impatto sulla stabilità dei mercati appare difatti una nuova sfida: invero, la viralità che i contenuti online possono assumere amplifica problematiche di manipolazione del mercato (e conseguente responsabilità) che nell’epoca pre-digitale potevano dirsi irrilevanti.

Alla luce di queste considerazioni, ritenendosi di non potersi più affrontare il tema della corretta informazione e del suo impatto sul mercato finanziario attraverso un approccio “per compartimenti stagni”, nel presente saggio si evidenzierà la necessità di un approccio sistemico alla gestione delle informazioni false ovvero inesatte, il quale mutui ove opportuno strumenti e modelli dalla disciplina di settore ma che al contempo incorpori la flessibilità di una valutazione “per effetti” al fine di apprezzare la concreta rilevanza del fenomeno. In tal senso, ad una prima parte descrittiva della presente indagine (focalizzata sui parametri costituzionali di valutazione delle forme di espressione e sulla normativa di matrice generalista) seguirà una parte prescrittiva, che cercherà di proporre alcune possibili soluzioni al problema della disinformazione online in ambito finanziario; ciò, guardando contestualmente alle nuove regole in materia di *governance* delle piattaforme digitali e alle forme alternative di gestione del contenzioso.

⁶ Si pensi alla possibilità di produrre e pubblicare online una serie di articoli contenenti informazioni false o iperboliche su stock options, come avvenuto nel caso della Lidingo Holdings nel 2010. B. Petcu, *Fake News and Financial Markets: A 21st Century Twist on Market Manipulation*, in *American University Business Law Review*, Vol. 7, No. 2, 2018.

⁷ Si veda nell’*Investor Alerts and Bulletins della Securities and Exchange Commission* statunitense, la comunicazione “Social Media and Investment Fraud – Investor Alert”, del Aug. 29, 2022 <<https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/social-media-and-investment-fraud-investor-alert>>.

Coerentemente, nella seguente sezione si analizzerà la cornice costituzionale di riferimento per quanto riguarda la disinformazione e in particolare quella economico-finanziaria; successivamente (par. 3), si darà conto delle più recenti evoluzioni in tema di contrasto alla disinformazione online e alla governance digitale. Si passerà, poi (par. 4), ad offrire una panoramica in merito alle caratteristiche della disciplina nazionale in materia manipolazione del mercato, evidenziandone le limitate possibilità applicative nel modo digitale; in tal senso, si prenderà succintamente in considerazione anche il ruolo che in tale contesto potrebbe giocare la disciplina privatistica in materia di responsabilità civile. Il paragrafo quindi, alla luce dei rilievi sollevati, esplorerà in chiave prescrittiva possibili strumenti di contrasto alla disinformazione commerciale che potrebbero essere implementati nel quadro del *Digital Services Act*, individuando altresì le modalità per rendere tali ipotesi compatibili con la disciplina del mercato finanziario e con i principi della *rule of law*; da ultimo (par. 6) si valorizzeranno in chiave critica le soluzioni prospettate nelle sezioni precedenti, offrendo un quadro di sintesi funzionale alla ridefinizione delle forme di tutela degli investitori e del mercato avverso la disinformazione *online*.

2. I parametri costituzionali di riferimento nell'ordinamento multilivello europeo e le evoluzioni delle normative in tema di notizie false online

La disinformazione e la *misinformation*⁸ hanno vieppiù caratterizzato il discorso pubblico nelle società occidentali a partire dalla campagna presidenziale statunitense del 2016 e dal referendum sulla Brexit. Si tratta di fenomeni che sono stati analizzati soprattutto dal punto di vista della loro dimensione politico-informativa, ponendo ad analisi due aspetti strettamente attinenti al c.d. discorso pubblico⁹: la libertà di espressione e informazione e il diritto a essere informati correttamente dei cittadini/gli interessi della democrazia a un elettorato informato.

Se si concentra l'attenzione sulla disinformazione/*misinformation* in quell'ambito peculiare di espressioni che è il discorso economico-finanziario, è possibile tuttavia riscontrare una diversificazione degli interessi e diritti da bilanciare oltre che la presenza di soluzioni legislative, volte a contrastare le c.d. manipolazioni di mercato, che impattano sugli stessi.

In questo senso, una ricognizione dei limiti alla libertà di espressione e informazione (anche) in ambito economico-finanziario appare allora il giusto punto di partenza per identificare gli spazi di azione del legislatore nel contrastare la disinformazione nell'ordinamento multilivello europeo. Al fine di sviluppare

⁸ C. Wardle, *Fake News: It's Complicated*, in *First Draft*, 2017, < <https://medium.com/1st-draft/fake-news-its-complicated-d0f773766c79>>

⁹ Sul vasto dibattito creatosi e i primi contributi si può vedere il monografico della rivista *Media Laws*, 1/2017; sia permesso anche un richiamo un ulteriore monografico: M. Monti (a cura di), *La disinformazione online e il ruolo degli esperti nell'agorà digitale: una prospettiva transdisciplinare*, numero monografico *federalismi.it*, 1, 2020.

questa analisi è dunque d'uopo individuare le coordinate teoriche di matrice costituzionale che delineano l'ambito di questa indagine.

Rispetto alla natura del discorso economico-finanziario la prima considerazione da svolgere riguarda la pluralità di interessi e diritti in gioco nell'informazione economico-finanziaria.

Fra questi, si possono rilevare interessi giuridici precisi, individuali e statali, e diritti fondamentali. In particolare, dal lato della ricezione delle informazioni finanziarie, il diritto ad essere informati dei cittadini si arricchisce di ulteriori profili: l'interesse dello Stato alla stabilità e al corretto funzionamento del mercato (a maggior ragione nell'ambito delle obbligazioni statali), la protezione del risparmio e dei consumatori e la tutela della buona reputazione delle aziende. Dal lato della produzione di informazioni in ambito economico-finanziario si può individuare innanzitutto la libertà di espressione e informazione, ma anche interessi economici come la promozione delle proprie attività commerciali.

Nel quadro ivi tracciato, è evidente che gli interessi ad una corretta informazione in ambito economico-finanziario sono *in primis* quelli delle aziende/stati che subiscono una campagna di disinformazione che possa causare manipolazioni del mercato e un investimento/disinvestimento pilotato da informazione false create *ad hoc* (disinformazione) e diffuse anche da internauti in buona fede (*misinformation*). Tuttavia, l'interesse alla circolazione di un'informazione corretta e veritiera è *in secundis* anche quello degli investitori stessi, che possono essere fraudolentemente incentivati a “investire” in bolle speculative, rischiando di perdere i propri capitali: questo secondo aspetto è certamente più rilevante nell'ambito dei *retail investors*, che spesso si trovano in posizioni di asimmetria informativa¹⁰, e può certamente concretizzarsi in un nocumento per la tutela del risparmio, valore che nelle società europee è considerato degno di protezione (financo) costituzionale.

In questo quadro si può osservare che una tutela del corretto funzionamento del mercato sia presente sia in Unione Europea che in Italia, come si avrà modo di sviscerare in questo saggio.

Partendo da un'analisi dei parametri costituzionali di riferimento, si può innanzitutto rilevare come in Italia e in Unione Europea la regolamentazione del mercato finanziario¹¹ sia correlata alle limitazioni che regolano, in base ad interessi (anche statali e collettivi), la libertà di iniziativa economica, come richiamato dalla formula dei commi II e III dell'art. 41 della Costituzione e dalla più generica formula dell'art. 16 della Carta dei Diritti fondamentali dell'Unione Europea. A questa dimensione regolatoria se ne associa però una legata ad interessi prettamente individuali: quelli dei singoli investitori. In Italia, per esempio, la

¹⁰ M. Fratini, *Diritto dei mercati finanziari*, Bari, 2013, 22 ss.

¹¹ A. Zito, *Mercati (regolazione dei)*, in *Enciclopedia del diritto, Annali*, III, Milano, 2010; G. Guizzi, *Mercato finanziario* (voce), in *Enciclopedia del diritto*, Agg. V, Milano, 2001

tutela del risparmio ha trovato una sua consacrazione costituzionale nell'art. 47 Cost.¹², mentre a livello europeo nella c.d. Carta di Nizza si riviene un articolo che più genericamente protegge i consumatori nell'ambito delle attività commerciali (art. 38 Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea)¹³.

L'esigenza costituzionale di un mercato finanziario correttamente funzionante impone dunque di esplorare le dimensioni del contrasto alle sue manipolazioni. Si può dunque partire dal rilevare che, come portato degli interessi individuali e collettivi sopra enunciati, nell'ambito dell'ordinamento multilivello europeo sorga la necessità di avere una informazione economico-finanziaria affidabile e corretta, o meglio non distorta *ad hoc* mediante la creazione di notizie false.

Rispetto a tale questione, è opportuno innanzitutto distinguere – impiegando una categoria sviluppata dalla dottrina statunitense¹⁴ – due macrocategorie di libertà di espressione: il *free speech*, ossia quelle manifestazioni espressive volte ad esporre pensieri, notizie ed idee di natura potremmo dire politico-filosofica, e il *commercial speech*¹⁵, ossia quel discorso orientato alla commercializzazione e pubblicizzazione di prodotti e servizi.

Per quanto concerne la macro-categoria libertà di espressione politico-informativa (*free speech*), si può registrare come l'esigenza costituzionale della circolazione di un'informazione affidabile e corretta trovi una sua legittimazione chiara nel diritto a essere informati dei cittadini italiani, come aspetto passivo di quella libertà di informazione di cui parla la Corte costituzionale italiana¹⁶. Questo diritto ad essere informati *correttamente* appare essere stato certificato dalla Corte costituzionale italiana in più occasioni: la Corte ha, di conseguenza, sostanzialmente escluso che la disinformazione, le false notizie create con dolo,

¹² *Ex multis*: R. Costi, *Tutela del risparmio e Costituzione: storia e attualità dell'art. 47*, in *Banca Impresa Società*, 3, 2018; M. Giampieretti, *Commento all'art.47 della Costituzione*, in S. Bartole, R. Bin (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, Padova, 2008.

¹³ E. Poillot, *La protezione dei consumatori nei lavori preparatori e nella giurisprudenza della Corte di Giustizia*, in O. Pollicino, R. Mastroianni, F. Pappalardo, S. Allegrezza, O. Razzolini (a cura di), *Carta Dei Diritti Fondamentali Dell'unione Europea*, Milano, 2017; si veda anche A. Lucarelli, *Art. 38: Protezione dei consumatori*, in R. Bifulco, M. Cartabia, A. Celotto (a cura di), *L'Europa dei diritti: commento alla Carta dei diritti fondamentali dell'Unione europea*, Bologna, 2011.

¹⁴ Per una ricostruzione: C. E. Baker, *The First Amendment and Commercial Speech*, in *Indiana Law Journal*, vol. 84, 2009.

¹⁵ Questa particolare categoria, come rilevato da Stradella (E. Stradella, *L'inserzione tra discorso commerciale e discorso politico*, in *dirittifondamentali.it*, 1, 2016, 1 e ss.), non sembra esistere nel paradigma italiano e la Corte costituzionale con le sentenze nn. 68/1965 e n. 231/1985 sembra aver ricondotto il discorso commerciale all'art. 41 della Costituzione invece che al 21.

¹⁶ *Ex pluribus* Corte Cost. sent. n. 348/1990: «L'informazione, nei suoi risvolti attivi e passivi (libertà di informare e diritto ad essere informati) esprime, infatti, - al di là delle singole sfere di attribuzioni rispettivamente assegnate allo Stato ed alle Regioni -una condizione preliminare (o, se vogliamo, un presupposto insopprimibile) per l'attuazione ad ogni livello, centrale o locale, della forma propria dello Stato democratico». E ancora «l'esistenza di una vera e propria libertà di cronaca dei giornalisti (comprensiva dell'acquisizione delle notizie) e di un comune interesse all'informazione, quale risvolto passivo della libertà di manifestazione del pensiero (sul che v. già implicitamente le decisioni di questa Corte n. 105 del 1972; 225 del 1974; 94 del 1977), né il ruolo (anch'esso già posto in luce: nelle sentenze n. 172 del 1972 e 122 del 1970) svolto dalla stampa come strumento essenziale di quella libertà; che è, a sua volta, cardine del regime di democrazia garantito dalla Costituzione». Corte Cost. sent. n. 1/1981. Diffusamente, sulla rilevanza costituzionale del tema nella sua dimensione contemporanea v. S. Sassi, *Disinformazione contro Costituzionalismo*, Editoriale Scientifica, 2021.

possa dirsi espressione protetta dall'art. 21 Costituzione¹⁷. Il giudice delle leggi in materia ha anche dichiarato la legittimità costituzionale del reato di false notizie di cui all'art. 656 c.p. ove le stesse risultino idonee concretamente a turbare l'ordine pubblico¹⁸.

Nella categoria “diritto di cronaca” (libertà di informazione) la diffusione di notizie sembra dunque dover essere correlata alla loro veridicità o perlomeno al controllo delle fonti, mentre per quanto concerne il “diritto di critica” – quella categoria che può usare fatti ma contestualmente a giudizi di valore – il margine di rilevanza fattuale appare assai meno stringente¹⁹.

La non protezione nel discorso pubblico delle notizie false può essere rilevata anche in ambito sovranazionale. Data la limitata portata della giurisprudenza della Corte di Giustizia in tema di libertà di espressione e dato il richiamo dell'art. 52 co. 3 della Carta di Nizza alla Convenzione europea dei diritti dell'Uomo (Cedu)²⁰, si può partire dall'osservare quanto statuito dalla giurisprudenza convenzionale e rilevare come la Corte EDU abbia ritenuto esistere in Europa una sorta di diritto a essere informati correttamente, ritenendo coerenti con l'art. 10 Cedu i limiti alla diffusione delle false notizie²¹. Il corollario di questo diritto a essere informati è infatti riscontrabile nelle responsabilità attribuite alla stampa dalla Corte e nel portato che le informazioni false create con dolo non sono una categoria protetta dall'art. 10 Cedu²². In questo panorama, è possibile anche registrare la prima decisione in quest'ambito nell'ordinamento dell'Unione: la decisione del Tribunale dell'Unione sulla censura dei media radiotelevisivi russi sembra infatti confermare tale non protezione della disinformazione. Il Tribunale, in occasione del respingimento del ricorso da parte di Russia Today France contro la sospensione delle sue trasmissioni disposta dal Regolamento (UE) 2022/350, appare invero aver certificato come nel paradigma euro-unitario la disinformazione, da intendersi come creazione di notizie false, non trovi protezione in

¹⁷ In un *obiter dictum*, dopo aver richiamato le dichiarazioni del Congresso internazionale dei giornalisti di Bordeaux del maggio 1954, la Corte costituzionale ha evidenziato che «il diritto di attingere notizie, pubblicarle e sottoporle al vaglio della critica deve essere conforme alla verità sostanziale dei fatti». Corte Cost. sent. n. 16/1981.

¹⁸ Corte Cost. sent. n. 19/1962, sent. n. 199/1972 e sent. n. 210/1976.

¹⁹ Soprattutto ove «non si concreta nella narrazione di fatti bensì si esprime in un giudizio o più genericamente nella manifestazione di una opinione che sarebbe contraddittorio pretendere rigorosamente obiettiva ovvero assolutamente oggettiva». Cass. pen. sent. del 16/4/1993. Si veda anche: Cass. pen. sent. no.15236/2005

²⁰ B. Nascimbene, F. Rossi Dal Pozzo, *L'evoluzione dei diritti e delle libertà fondamentali nel settore dei media. Diritto dell'Unione europea e orientamenti giurisprudenziali*, in *eurojus.it*, 4, 2019, 136 e ss. O. Pollicino, *Freedom of Expression and the European Approach to Disinformation and Hate Speech: The Implication of the Technological Factor*, in *Liber Amicorum per Pasquale Costanzo*, <<http://www.giurcost.org/LIBERAMICORUM/INDICELiber.html>>, 2020, 9.

²¹ *Ex pluribus*: Cedu, *Observer and Guardian v. the United Kingdom*, 26 Novembre 1991, § 59; *Guerra and Others v. Italy*, 19 Febbraio 1998, § 53.

²² Da ultimo: Cedu, *GRA Stiftung gegen Rassismus und Antisemitismus v Switzerland*, 9 Gennaio 2018, § 68. Nell'ambito del diritto di critica e dei giudizi di valore le responsabilità dei sul controllo dei fatti si fanno meno stringenti, soprattutto ove lo speaker si basi su fonti giornalistiche, ponendo in essere quindi una fattispecie di *misinformation*: Cedu, *Salov v. Ukraine*, 6 Dicembre 2005, § 113.

base alle clausole sulla libertà di espressione²³. Naturalmente la non protezione della disinformazione nell'ambito della libertà di espressione politico-informativa non significa che la stessa possa essere censurata in maniera sproporzionata: «[t]he real challenge in Europe is not then – as in the US – *if* the issue of fake news can be tackled legally, but rather *how* this can be done in order to avoid a disproportionate restriction on the fundamental rights at stake, above all the freedom of speech»²⁴. Inoltre, occorre anche osservare che quando si ha a che fare con la *misinformation* la china pare farsi ancora più scivolosa, mancando l'elemento del dolo nella diffusione di notizie false.

Analizzati i limiti alla circolazione della disinformazione nell'ambito della libertà di espressione politica-informativa (*free speech*), è possibile svolgere ulteriori considerazioni in relazione alla categoria “*commercial speech*”. Rispetto al discorso commerciale, si può partire dal rilevare che persino in un ordinamento come quello statunitense, paradigma di democrazia aperta e non militante che non riconosce alcun diritto a essere informati dei cittadini (con la conseguenza che la disinformazione politico-informativa è ivi protetta), le notizie economico-finanziarie false non possono dirsi manifestazioni del pensiero tutelate dalla Costituzione²⁵. A maggior ragione in un ordinamento orientato al riconoscimento di un diritto a essere informati anche in ambito politico-informativo, come è quello multilivello europeo, le notizie economico-finanziarie false trovano quindi ancora minori limiti a una loro regolazione contenutistica. In Italia e in Unione Europea il “discorso commerciale” è infatti meno tutelato di quello politico-informativo e può “subire”, nell'ambito delle operazioni di bilanciamento fra diritti, maggiori limitazioni a tutela di quegli interessi contrapposti alla libertà di manifestare il proprio pensiero. Nel nostro ordinamento in particolare, anche nel voler ricondurre all'alveo della libertà di espressione il discorso commerciale - cosa per niente pacifica in dottrina²⁶-, occorre rilevare che le possibilità di limitare la libertà di informazione (commerciale), si rinforza in materia di *commercial speech*, o meglio di pubblicità commerciale: ancora più agevole risulta dunque approntare strumenti a tutela del consumatore contro informazioni false o

²³ In riferimento all'operato dei giornalisti il Tribunale, richiamando la giurisprudenza Cedu, ha certificato che ha infatti chiarito, citando la Cedu, la connessione fra libertà della stampa e diritto a essere informati correttamente: Tribunale dell'Unione, *RT France v Conseil*, sentenza T-125/22, paragrafo 53.

²⁴O. Pollicino, *Fundamental Rights as Bycatch – Russia's Anti-Fake News Legislation*, in *Verfassungsblog*, 2019 consultabile al sito: <<https://verfassungsblog.de/fundamental-rights-as-bycatch-russias-anti-fake-news-legislation/>>

²⁵ Esplicativa la formula della Corte suprema: “that 'commercial speech [enjoys] a limited measure of protection, commensurate with its subordinate position in the scale of First Amendment values,' and is subject to 'modes of regulation that might be impermissible in the realm of noncommercial expression”. *Bd. of Trs. v. Fox*, 492 U.S. 469, 477 (1989).

²⁶ A. Pace, *La ridotta tutela della propaganda in materia economica. La pubblicità commerciale radiotelevisiva*, in A. Pace, M. Manetti, sub *Art. 21*, Bologna-Roma, 2006, spec. 59 ss.; G.E. Vigevani, *La pubblicità commerciale*, in M. Cuniberti, E. Lamarque, B. Tonoletti, G.E. Vigevani, M.P. Viviani Schlein, *Percorsi di diritto dell'informazione*, Torino, 2006, spec. 403 ss.; L. Principato, *Il fondamento costituzionale della libertà di comunicazione pubblicitaria*, in *Giurisprudenza costituzionale*, 2003, 550.

pubblicità che possano urtare la sensibilità dell'audience²⁷. Questo aspetto è ancora più rilevante in ambito eurounitario dove la Corte Edu ha enunciato che anche la pubblicità veritiera può essere sottoposta a censure²⁸.

Nel quadro sistemico ivi tracciato, occorre tuttavia rilevare che la dimensione dei mercati finanziari interseca sempre maggiormente la dimensione democratico-politica²⁹: informazioni in ambito economico-finanziario possono infatti portare alla crescita dello spread, condizionare le scelte politiche di un governo o influenzare l'elettorato. Tali tipologie di espressioni sono state descritte come appartenenti a una categoria, quella del *enriched commercial speech*³⁰, che vorrebbe racchiudere quel discorso commerciale caratterizzato *anche* da aspetti politico-culturali ascrivibili al *free speech* (alla libertà di espressione politica-informativa): d'altronde «sometimes advertising is deemed to be public discourse rather than commercial speech»³¹. In tal senso, si può infatti rilevare come, per esempio, negli Stati Uniti si sia giunti (molto discutibilmente) all'inquadramento delle agenzie di ratings come *publishers*³², il che conduce a qualificare il loro *speech* come *free speech* e non *commercial speech*.

Se appare chiaramente riduttivo in questa prospettiva pensare che ogni informazione in ambito economico-finanziario sia racchiudibile nella dimensione del *commercial speech* e che quindi la disinformazione economico-finanziaria possa subire limitazioni senza particolari ostacoli costituzionali, occorre però anche rilevare che tale *tertium genus* fra *free speech* e *commercial speech* non appare aver trovato terreno fertile nell'ordinamento multilivello europeo. Sicuramente però, perlomeno a livello teorico, la qualificazione di un'espressione come *free speech* comporta anche nell'ordinamento multilivello europeo un cambio di regime giuridico alla (dis)informazione prodotta in ambito economico-finanziario: la sua

²⁷ Cfr. E. Apa, *La pubblicità commerciale. Struttura, natura e referenti costituzionali*, Napoli, 2011; L. Fiori, *Product placement e libertà di espressione*, in G. Collura (a cura di), *Coordinamento dei dottorati di ricerca in diritto privato, Atti del X incontro nazionale*, Milano, 2009.

²⁸ Cedu, *Casado Coca v. Spain*, App. No. 15450/89 (1994); *Hertel v Switzerland* (1998), 28 EHRR 534; A. Sardo, *Categories, Balancing, and Fake News: The Jurisprudence of the European Court of Human Rights*, in *Canadian Journal of Law & Jurisprudence*, 33(2), 2020. M. Orofino, *La libertà di espressione tra Costituzione e carte europee dei diritti. Il dinamismo dei diritti in una società in continua trasformazione*, Torino, 2014.

²⁹ In questo senso, rischia in parte di venire meno quella distinzione fra discorso pubblico e discorso commerciale o meglio venire meno il fatto che il discorso commerciale non fornisca elementi di valore democratico per il discorso pubblico: «Commercial speech differs from public discourse because it is constitutionally valued merely for the information it disseminates, rather than for being itself a valuable way of participating in democratic self-determination». R. Post, *The Constitutional Status of Commercial Speech*, in 48 *Ucla L. Rev.* 1, 2000, 4; J.H. Adler, *Compelled Commercial Speech and the Consumer "Right to Know"*, in 58 *Ariz. L. Rev.* 421, 2016, 429.

³⁰ V. Brudney, *The First Amendment and Commercial Speech*, in *Boston College Law Review*, vol. 53, 2012, 1152 ss. Cfr. Anche la *dissenting opinion* Justice Kennedy in *Nike, Inc. v. Kasky*, 539 U.S. 676-78 (2003) e T. C. Goldstein, *Nike v. Kasky and the Definition of "Commercial Speech"*, in *Cato Supreme Court Review*, 2003, 63 ss.

³¹ R. Post, *The Constitutional*, cit., 5.

³² D.K. Bailey, *The New York Times and Credit Rating Agencies: Indistinguishable under First Amendment Jurisprudence*, in *Denn. L. Rev.* 93, 2016; T. Nagy, *Credit Rating Agencies and the First Amendment: Applying Constitutional Journalistic Protections to Subprime Mortgage Litigation*, in *Minnesota Law Review*, 2009.

censura in tal senso incontra sicuramente maggiori limiti in termini di proporzionalità e legittimità delle azioni censorie.

In definitiva, l'identificazione di tale *tertium genus* è una sfida che rende più complesso il bilanciamento fra interessi e diritti in presenza di informazioni economico-politiche false.

3. (segue) La disinformazione online e la nuova *governance* digitale

Nel contesto costituzionale descritto nel paragrafo precedente e come detto nell'introduzione, la questione della disinformazione economico-finanziaria appare ulteriormente complicata dall'avvento del mondo di Internet e dalla piattaformaizzazione della sfera pubblica. Nell'ordinamento multilivello europeo, il legislatore dell'UE ha infatti originariamente implementato una normativa per la regolazione dei contenuti online di chiara ispirazione statunitense³³, la direttiva *e-commerce* (2000/31/CE), che non ha tenuto in considerazione la dimensione democratico-informativa delle piattaforme e il diritto a essere informati dei cittadini europei, anche in materia di *commercial speech*. Le piattaforme digitali sono state, difatti, libere di sviluppare termini di servizio e condizioni che di fatto hanno regolamentato in autonomia la diffusione di contenuti online sia nell'ambito dell'informazione commerciale che in quello politico-informativo. Il sistema della direttiva *e-commerce*³⁴ (oggi innovata e superata dall'approvazione del *Digital Services Act* (DSA)) prevedeva però anche un meccanismo di *notice and take down* (art. 14) che consentiva la rimozione di contenuti illegali dopo la loro segnalazione alle piattaforme digitali. Questa fattispecie si adattava sia ad ordini giudiziali/di autorità indipendenti che a segnalazioni degli utenti, delegando nel primo caso alle piattaforme la mera esecuzione della rimozione del contenuto mentre nel secondo affidando alle medesime anche la valutazione della sussistenza di un contenuto illegale o di uno in contrasto con i termini di servizio della piattaforma stessa.

Tale impostazione è stata altresì la base concettuale per lo sviluppo di varie normative statali che sono state implementate negli spazi di azione concessi ai legislatori nazionali dalla Direttiva *e-commerce*. Un esempio di tali normative, è la *Netzwerkdurchsetzungsgesetz* (NetzDG) tedesca, che delegava ai social network la rimozione dei contenuti che integravano reati connessi alla disinformazione, all'*hate speech* e ad altre fattispecie³⁵.

³³ M. Bassini, *Internet e libertà di espressione*, Roma, 2019.

³⁴ Direttiva 2000/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2000 relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno («Direttiva sul commercio elettronico»).

³⁵ *Gesetz zur Verbesserung der Rechtsdurchsetzung in sozialen Netzwerken* (Netzwerkdurchsetzungsgesetz - NetzDG), 2017, § 2 e 3. V. CLAUSSEN, *Fighting hate speech and fake news. The Network Enforcement Act (NetzDG) in Germany in the context of European legislation*, in *MediaLaws*, n. 3, 2018.

In relazione alla Direttiva *e-commerce*, se è opportuno segnalare che l'attivazione del meccanismo di *notice and take down* su richiesta di autorità pubbliche o indipendenti permetteva dunque una rimozione delle informazioni false in materia finanziaria, si deve al contempo registrare la complessità e la lentezza di attivazione di queste misure di rimozione dei contenuti online. Come si vedrà specificatamente nel prossimo paragrafo, la richiesta della rimozione del contenuto online doveva infatti passare per l'attivazione di normative pensate per il mondo analogico, che richiedevano il vaglio della potenzialità manipolativa del mercato da parte di un giudice o della Consob (185 e 187 ter Tuf; articolo 2637 c.c.). In questo contesto, la lentezza della attivazione dell'art. 14 Direttiva *e-commerce* risultava problematica soprattutto in ragione dei “danni” provocabili da informazioni false sui social nelle more della richiesta di *notice and take down*. La rimozione da parte dei social networks su segnalazione degli utenti o dei diretti interessati (aziende lese da notizie false, per esempio) rischiava invece di ledere la libertà di manifestazione del pensiero dei singoli internauti, essendo l'accertamento della falsità della notizia rimesso a soggetti privati privi di quei crismi di indipendenza e imparzialità che caratterizzano l'operato, per esempio, delle autorità indipendenti. Le decisioni di *content moderation* sconta(va)no inoltre meccanismi opachi in relazione al loro modo di funzionamento e consentivano ricorso ad autorità giudiziaria solo nel caso di mancata censura di un contenuto illegale.

In materia di false notizie online, anche il principale strumento di contrasto alla disinformazione di matrice unionale, ossia il *Code of Practice on disinformation* (2018), ha “incentivato” il contrasto alla disinformazione delegando direttamente alle piattaforme la valutazione della falsità di una notizia, talvolta in collaborazione con agenzie di fact-checking³⁶. La versione 2.0 del Codice (2022) ha infine rafforzato il ruolo di collaborazione con le agenzie di fact-checking esterne (sezione VII, *Empowering the Fact-Checking Community*) e quello degli utenti (sezione V, *Empowering Users*). Questo strumento di soft-law, che assume oggi un ruolo pregnante in ragione dell'approvazione del DSA e delle responsabilità ivi previste per le *very large platforms*, inaugura interessanti forme di collaborazione con soggetti esterni alle piattaforme. Queste procedure spesso scontano, tuttavia, il problema di “privatizzare” la censura, delegando la valutazione di cosa sia disinformazione e cosa no, spesso senza alcun controllo di soggetti terzi e imparziali, direttamente alle piattaforme stesse. In tal senso, sembra da una parte assistersi a un cambiamento eterodiretto del modello di business delle piattaforme, che le sovraccarica di oneri aggiuntivi, ma dall'altra parte non si può non notare che data l'importanza di questi canali mediali nel dibattito pubblico e commerciale la delega in bianco del bilanciamento fra libertà di espressione e altri interessi a questi soggetti privati rischia di portare a censure sproporzionate o, al contrario, a non censure

³⁶ M. Monti, *The EU Code of Practice on Disinformation and the Risk of the Privatisation of Censorship*, in S. Giusti, E. Piras (a cura di), *Democracy and Fake News - Information Manipulation and Post-Truth Politics*, Londra, 2020.

che provochino nocimento alla democrazia o all'economia. In questa prospettiva, se certamente per quanto riguarda le informazioni commerciali il rischio “democratico” è minore, occorre rilevare, da una parte, che questi rischi possono essere presenti nei casi di *enriched commercial speech* o in quelli di informazioni “politiche” con risvolti economici (si pensi ai dibattiti sulla tenuta del debito pubblico di un paese), e, dall'altra parte, che non bisogna sottovalutare anche il nocimento economico che potrebbe derivare nella censura di campagne di promozione di un'attività economica o nella mancata censura di informazioni false di natura commerciale.

In questo quadro tecnologico-regolatorio, l'ultima tappa del percorso di normazione europeo, è il DSA che ha introdotto una serie di meccanismi di regolazione dei contenuti online che concernono anche la disinformazione. Il sistema si fonda sul meccanismo di *notice and take down* dell'art. 16 DSA, che prevede una notifica alle piattaforme digitali, a cui si affianca lo “Statement of reasons” di cui all'art. 17 DSA, che dovrebbe garantire al soggetto colpito da eventuale censura dei social la ricezione delle “motivazioni” dietro tale provvedimento (sia che il provvedimento sia preso a seguito di *notice ex art. 16 DSA* o su propria iniziativa da parte della piattaforma). L'art. 22 DSA prevede, inoltre, la presenza di *Trusted flaggers* che possano segnalare contenuti illegali: si tratta di soggetti designati dal *Digital Services Coordinator* e dotati di una certa *expertise* nella materia delle segnalazioni a cui vengono deputati. Dal lato della contestazione delle decisioni censorie o non censorie da parte dei social network, si può segnalare che l'art. 20 DSA formalizza la necessità di un sistema di contestazione delle decisioni prese dalla piattaforma, sia contro la rimozione che contro la non rimozione di contenuti/profili/etc. A questo meccanismo si affianca l'art. 21 DSA che dà la possibilità di accedere a “certified out-of-court dispute settlement body” certificati dal *Digital Services Coordinator* per la risoluzione delle controversie. Per le *very large platforms*, ossia i principali social network, inoltre, la collaborazione con i *Trusted flaggers* e con i *certified out-of-court dispute settlement body* viene incentivata dall'art. 35 DSA: occorre a tal proposito rilevare che fra i rischi sistemici che queste piattaforme devono cercare di arginare è segnalata la disinformazione (*considerando* 84). Oltre a queste previsioni occorre infine ricordare che l'art. 45 del DSA rafforza e centralizza la posizione dei codici di condotta: il *considerando* 104 in tal senso esplica il ruolo centrale dei codici nella gestione dei rischi sistemici. In tal senso appare evidente che in tema di disinformazione – quando questa non assuma il carattere di contenuto illegale – sussistano una serie di risorse potenzialmente utili a contrastare il fenomeno in diverse fasi: i codici di condotta, che possono incentivare lo sviluppo di termini di servizio anti-disinformazione; i protocolli di collaborazione con i *Trusted flaggers*, che possono “segnalare” utenti e contenuti illeciti; i *certified out-of-court dispute settlement body*, che possono vagliare le decisioni prese. Naturalmente come il sistema si strutturerà nella pratica appare ancora tutto da verificare: problemi di privatizzazione della censura potrebbero riscontrarsi, ma essere attenuati dalla presenza di meccanismi di

alternative dispute resolution - ADR (o già menzionati *certified out-of-court dispute settlement body*) che appaiono in grado di assicurare – in potenza - quei crismi di imparzialità e terzietà idonei a garantire un più attento bilanciamento fra libertà di espressione e altri interessi. In questo senso, in mancanza di una esplicita applicazione della portata orizzontale dei diritti fondamentali sulle piattaforme – libertà di espressione *in primis* – che non sembra direttamente desumibile dall'impostazione del DSA (malgrado il *considerando* 3 e la prima sezione dell'art. 1 come emendato dal PE), l'impiego di ADR va salutato con favore: in attesa della possibilità di inserire nel meccanismo di *content-moderation* soggetti pubblici – giudici o autorità indipendenti – che possano – magari in “grado di appello”³⁷ – intervenire nella valutazione del corretto bilanciamento fra interessi in gioco, l'impiego di meccanismi arbitrali dotati dei crismi di imparzialità e terzietà appare una soluzione sulla carta idonea a tutelare anche le libertà degli utenti.

L'attuale strutturazione potrebbe, inoltre, trovare anche felici applicazioni in ambito di informazioni false economico-finanziarie, come avremo modo di esplorare nei prossimi paragrafi. Il punto di partenza di queste considerazioni, naturalmente, è che in questo scenario tecnologico la tutela del mercato contro le manipolazioni legate a false notizie è divenuta più complessa e molti strumenti pensati per il mondo analogico risultano inapplicabili a quello online.

4. Le disposizioni in materia di contrasto alle manipolazioni informative nel mercato finanziario e alcune possibili soluzioni per rispondere alle nuove sfide della sfera pubblica digitale

4.1. La disciplina di settore nel Testo Unico della Finanza

Nel solco del contesto costituzionale descritto nel paragrafo precedente si inseriscono le vigenti normative in tema di contrasto alla disinformazione in ambito finanziario le quali, tuttavia - pensate e sviluppate per il mondo analogico - determinano sovente problematicità in caso di estensione *sic et simpliciter* a quello digitale.

In questa prospettiva, lasciandosi a margine della presente indagine le disposizioni previste a carico di soggetti vigilati i quali, in virtù del proprio ruolo – si pensi al caso degli intermediari – ovvero alla propria posizione nell'ambito dei mercati finanziari, (operatori bancari, portatori di conflitti di interesse, etc.) risultano destinatari di norme specifiche disciplinanti i diversi obblighi di condotta e trasparenza su costoro incombenti³⁸, appare evidente come il tema della disinformazione all'interno dei mercati

³⁷ Secondo la ben nota proposta Pitruzzella: G. Pitruzzella, *La libertà di informazione nell'era di Internet*, in *MediaLaws*, 1, 2018, 46.

³⁸ In generale sul tema v. M. Pellegrini, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, II, Padova, 2010, p. 809 e ss.; Id., *Regole di comportamento e responsabilità degli intermediari*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, cit., p. 187 e ss. A. Perrone, *Servizi d'investimento e regole di comportamento dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, 1; E. Capobianco, F. Longobucco, *La nuova disciplina sulla trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari*, in *Contratto e impresa*, 2011, 4-

finanziari assuma peculiarità e problematicità laddove si prenda in considerazione il potenziale divulgativo e orientativo che la rete attribuisce oggi a soggetti tradizionalmente operanti al di fuori delle categorie regolate (come i c.d. *fin-fluencer*)³⁹ ovvero financo al *quivis de populo* il quale diffonda la propria opinione attraverso *social media platform*.

In tal senso, il quadro normativo nazionale potenzialmente rilevante ai fini del contrasto alle pratiche di disinformazione condotte da soggetti non qualificati (determinatosi altresì alla luce del recepimento della normativa comunitaria in materia⁴⁰) si mostra eterogeneo per fattispecie e binari di tutela predisposti dall'ordinamento, in quanto astrattamente idoneo a seconda dei casi a determinare l'insorgere di fenomeni aventi rilevanza penale, amministrativa, ovvero civilistica.

Nella normativa di settore particolare rilievo assumono, con riferimento al tema in oggetto, le disposizioni volte a contrastare le manipolazioni di mercato di tipo *informativo* previste agli artt. 185 comma 1 e 187 *ter* del t.u.f., alle quali si affianca la disciplina generale prevista dall'art. 2637 c.c. in materia di aggio di mercato societario e bancario.

La prima disposizione, volta a normare il reato di manipolazione del mercato, prevede – a seguito dell'adeguamento del t.u.f. a quanto previsto dalla direttiva MAD II - la possibile reclusione da uno a sei anni e la multa da euro ventimila a euro cinque milioni a carico di chiunque diffonda notizie false o ponga in essere altri artifici concretamente idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari (viceversa, lo svolgimento di operazioni simulate va ad identificare pacificamente una manipolazione *operativa* del mercato)⁴¹. Si osservi come la disposizione trovi applicazione soltanto qualora l'informazione riguardi esclusivamente gli strumenti finanziari quotati, trovando viceversa applicazione per la disciplina degli strumenti finanziari non quotati la disciplina *ex art.* 2637 c.c.

Con riferimento alla fattispecie, giova anzitutto evidenziare come la dottrina penalistica si sia interrogata sull'individuazione del bene giuridico tutelato dalla disposizione: a ben vedere, tra le diverse visioni proposte, convincente appare la ricostruzione che rinviene la *ratio* della norma nella protezione del patrimonio degli investitori in virtù della rilevanza costituzionale che tale interesse assume

5; P. Lucantoni, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in R. Lener, E. Gabrielli (a cura di), *I contratti del mercato finanziario (dopo la Direttiva MiFID II)*, Torino, 2011; F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004.

³⁹ V. diffusamente A. Canepa, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, suppl. 1, 2022, 307 ss.

⁴⁰ Si fa riferimento, in particolare, al Regolamento (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato (MAR) e alla Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato (MAD II).

⁴¹ In merito alla manipolazione informativa v. A. Galanti, *La manipolazione del mercato*, Milano, 2015; P. Sfameni e F. Saccone, *Informazione al pubblico e abusi di mercato*, in P. Sfameni e A. Giannelli (a cura di), *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Milano, 2013, p. 271 ss.; S. Galli, *La disciplina italiana in tema di abusi di mercato*, Milano, 2010.

alla luce degli artt. 41 e 42 cost.⁴²; la tutela della stabilità del mercato intesa quale bene pubblico di interesse collettivo, viceversa, sarebbe da apprezzarsi esclusivamente in qualità di bene giuridico strumentale alla realizzazione di un mercato orientato alla correttezza dei meccanismi di formazione del prezzo dei prodotti finanziari⁴³.

Al di là dell'opzione interpretativa ritenuta preferibile, assodata è invece la natura di reato di pericolo della fattispecie – richiedendosi, di conseguenza, la mera idoneità delle condotte in esame a determinare l'effetto di alterazione di prezzo, senza la necessità del verificarsi dell'evento lesivo⁴⁴.

Al fine di verificare la sussistenza dei presupposti del reato sarà dunque da operarsi un giudizio di prognosi postuma e che, tuttavia, si caratterizza per operare una valutazione *ex ante* in merito alla situazione di mercato al momento storico nel quale la condotta si è verificata, dovendosi viceversa escludere la rilevanza dell'indagine circa il successivo evolversi degli avvenimenti storici⁴⁵.

Parimenti pacifiche appaiono la natura comune del reato e la necessità dell'elemento soggettivo del dolo generico, financo *sub specie* di dolo eventuale⁴⁶.

Con riferimento alle condotte penalmente rilevanti, il reato di manipolazione del mercato viene dunque identificato nella diffusione di notizie false idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziari. Si osservi, innanzitutto, come siano espressamente richieste ai fini della realizzazione della condotta illecita la falsità delle notizie riportate e la destinazione ad un pubblico indistinto di soggetti⁴⁷; in merito al primo aspetto, se il ricorso al termine “notizia” sembra idoneo ad escludere la rilevanza penale delle mere voci, risulta tuttavia incerto se tale locuzione possa applicarsi nel caso di opinioni provviste di carattere soggettivo⁴⁸.

⁴² In questi termini S. Preziosi, *Nuova disciplina della manipolazione di mercato e bene giuridico tutelato*, in *Archivio Penale*, 1, 2021, 19.

⁴³ S. Giavazzi, *La manipolazione del mercato [dir. pen.]*, in *Treccani Diritto Online*, 3. Diversa, in tal senso, la ricostruzione offerta dagli studiosi del diritto dell'economia i quali, muovendo da un'interpretazione teleologica dell'evoluzione dei doveri di tutela dell'investitore nella prestazione dei servizi di investimento e dell'attività di vigilanza, sovente individuano nell'integrità del mercato un valore oggettivo che legittima l'irrogarsi di provvedimenti sulla base della mera compromissione del funzionamento dello stesso. V. A. Perrone, *Servizi di investimento e tutela dell'investitore*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 1 ss.; M. Rabitti, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Diritto Bancario*, 2020, suppl. fasc. 1, 145 ss.; V. Troiano e R. Motroni (a cura di), *La Mifid 2: rapporti con la clientela, regole di governance*, Cedam, 2016, 213 ss.

⁴⁴ F. Consulich, *Manipolazione del mercato e disorientamenti dogmatici: tra eventi di pericolo e pericolo di eventi*, in *Le Società*, 2011, 827.

⁴⁵ Cass., 20 giugno 2012, n. 40393; Trib. Milano, 28 maggio 2011, consultabili in www.penalecontemporaneo.it.

⁴⁶ In tal senso Trib. Milano, 11 novembre 2002, in *Riv. trim. dir. pen. econ.*, 2003, 747.

⁴⁷ A. Gargani, *sub. Art. 9 comma 2 lett. a*, in *Legge pen.*, 2006, 106.

⁴⁸ In tal senso, laddove taluni ritengono che la presenza di una considerazione soggettiva sia sufficiente ad escludere *in nuce* la natura della notizia (dovendo questa operare esclusivamente un'affermazione descrittiva di fatti storicamente accaduti: v. già A. Alessandri, *Osservazioni sulle notizie false esagerate o tendenziose*, in *Riv. it. dir. proc. pen.*, 1973, 720), altra parte della dottrina ritiene di contro che anche le informazioni filtrate da profili di soggettività possano qualificarsi come notizie, allorché constino in rappresentazioni di fatti esistenti (L. Orsi, *La manipolazione del mercato mediante la diffusione di false notizie*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2009, I, 83 ss).

Certo è, invece, che il requisito della falsità integri un elemento di difformità dalla realtà, il quale può riguardare qualsiasi aspetto ritenuto significativo ai fini dell'alterazione del prezzo degli strumenti finanziari negoziati il quale deve potenzialmente risultare sensibilmente diverso da quello che si determinerebbe in presenza delle naturali dinamiche di mercato⁴⁹.

Laddove l'art. 185 identifica una fattispecie di reato, l'art. 187-ter dispone che, nei casi nei quali non si siano riscontrabili tutti gli elementi della manipolazione mercato così come definita ai sensi del t.u.f. – e, in particolare, non siano presenti la valenza frodatoria caratterizzante l'elemento soggettivo ovvero l'idoneità astratta ad alterare significativamente i prezzi dello strumento oggetto di notizia – la condotta potrà nondimeno qualificarsi come illecito amministrativo laddove violi il disposto dell'art. 15 della MAR, ai sensi della quale «non è consentito effettuare manipolazioni di mercato o tentare di effettuare manipolazioni di mercato»⁵⁰. A differenza della disposizione di cui all'art. 185 t.u.f. (pur trattandosi di un confine, invero labile da tracciare, come la dottrina non ha mancato ad osservare⁵¹) l'illecito amministrativo consente di perseguire altresì la diffusione di voci – non richiedendosi di conseguenza la caratterizzazione in termini di notizia dell'informazione tramessa al pubblico – a condizione che queste siano idonee a danneggiare il mercato fornendo indicazioni false o fuorvianti, a prescindere dal fatto che queste impattino significativamente sul prezzo dello strumento finanziario considerato (essendo richiesta viceversa la mera probabilità di incidere sullo stesso)⁵². Ulteriore distonia significativa rispetto alla fattispecie penale si riscontra nell'elemento soggettivo, potendo l'illecito amministrativo realizzarsi con dolo ovvero con colpa del soggetto che diffonde le informazioni.

Il quadro delle disposizioni di rilievo si completa, da ultimo, con il summenzionato art. 2637 c.c. il quale (esprimendo una formula simile a quella contemplata dall'art. 185 t.u.f.) punisce “chiunque diffonde notizie false [...] concretamente idonee a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti

⁴⁹ Cass. 13 settembre 2016 n. 3836, con nota di G. Mentasti, *Sulla non configurabilità del reato di manipolazione del mercato nella fase di Initial Public Offering (IPO): la Cassazione e il caso SEA*, in *Diritto Penale Contemporaneo*, 2017, 4, 289.

⁵⁰ La previsione è, invero, integrata da un elenco di condotte tipizzate ed enucleate dall'art. 12 del Regolamento stesso: ai fini della manipolazione informativa, in particolare, rileva “la diffusione di informazioni tramite i mezzi di informazione, compreso Internet, o tramite ogni altro mezzo, che forniscano, o siano idonee a fornire, indicazioni false o fuorvianti in merito all'offerta, alla domanda o al prezzo di uno strumento finanziario, di un contratto a pronti su merci collegato o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni o che fissino, o che è probabile che fissino, il prezzo di mercato di uno o più strumenti finanziari o di contratti a pronti su merci collegati o di un prodotto oggetto d'asta sulla base di quote di emissioni a un livello anormale o artificiale, compresa la diffusione di voci, quando la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti”.

⁵¹ S. Seminara, *Crisi finanziaria e disorientamenti etici e giuridici*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2009, p. 272, evidenzia come la (fino al momento scarsa) prassi giudiziaria in materia sia, invero, l'unico strumento per definire in maniera univoca i criteri distintivi della fattispecie.

⁵² Cass. pen., sent. Del 28 novembre 2018, n. 53437, con nota di C. Santoriello, *Market abuse: non occorre l'effettiva alterazione del valore dei corsi azionari*, in www.altalex.com.

finanziari non quotati [...] ovvero ad incidere in modo significativo sull'affidamento che il pubblico ripone nella stabilità patrimoniale di banche o di gruppi bancari” con la reclusione da uno a cinque anni. *A latere* di tali disposizioni si pongono, naturalmente, le previsioni generali in materia di responsabilità civile le quali, tuttavia, si trovano ad occupare tradizionalmente uno spazio residuale all'interno del diritto dei mercati finanziari, dovuto – come sovente evidenziato dalla dottrina – nella preponderanza assunta dalla supervisione ed esecuzione pubblica identificata quale strumento maggiormente rispondente al perseguimento degli interessi generali connessi alla tutela dell'investitore⁵³; motivo, questo, alla luce del quale non sorprende l'assenza di disposizione dedicate alla responsabilità civile altresì all'interno della *Market Abuse Regulation*.

La panoramica delle suddette disposizioni sembra dunque proporre, a primo acchito, un apparato sanzionatorio astrattamente applicabile alle ipotesi di manipolazione informativa a mezzo di strumenti digitali articolato e (specialmente nel caso della fattispecie di reato di cui all'art. 185 t.u.f.) caratterizzato altresì da un elevato livello di afflittività potenziale.

4.2. Criticità applicative della disciplina del Testo Unico nell'ambito delle condotte online

Se, da un lato, il quadro finora delineato predispone un ampio novero di risorse potenzialmente funzionali a reprimere possibili manipolazioni informative poste in essere da soggetti non vigilati, dall'altro un'indagine maggiormente accorta disvela come all'ampiezza dello strumentario elaborato dal legislatore – comunitario e nazionale – corrisponda di contro una difficoltà operativa nell'opporsi alle nuove forme di disinformazione finanziaria, come del resto osservato dalle stesse istituzioni dell'Unione⁵⁴. Ciò, si noti, in aperto contrasto con le aspirazioni dell'intervento promosso dalla MAR e dalla MAD II⁵⁵, le quali opportunamente sottolineano come sia prioritario predisporre un regime di prevenzione della manipolazione di mercato che possa applicarsi efficacemente alle condotte tenute al di fuori delle sedi tradizionali di negoziazione e, in particolare, attraverso internet, i social network ovvero i blog⁵⁶.

Con riferimento alle disposizioni del t.u.f., le prime criticità in merito ad un'efficace applicazione della tutela approntata dall'art. 185 nel caso di opinioni diffuse da soggetti sui social network emergono innanzitutto in considerazione dell'evidente difficoltà del dimostrare, da parte del soggetto agente, la consapevolezza e la volontà di determinare (o, qualora si accolga, coerentemente con la giurisprudenza

⁵³ Cfr. F. Sartori, *Informazione economica e responsabilità civile*, Giuffrè, 2012; P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, 2008. Più nello specifico sul tema, S. Bruno, *L'azione di risarcimento per danni da informazione non corretta sul mercato finanziario*, ESI, 2000, nonché V. Caridi, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Giuffrè, 2012;

⁵⁴ Cfr. ESMA, *Statement: Episodes of very high volatility in trading of certain stock*, 17 febbraio 2021, in www.esma.europa.eu.

⁵⁵ Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014 relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato.

⁵⁶ Cfr. i *considerando* nn. 46 e 48 della MAR.

in materia, la tesi favorevole all'ammissibilità del dolo eventuale, la capacità di prevedere con elevato tasso di probabilità) una significativa destabilizzazione del prezzo degli strumenti finanziari ad esito della diffusione di segnali fuorvianti al mercato.

Certamente questa scelta appare coerente, da un lato, con l'impianto complessivamente disegnato dalla MAD II che, nel tipizzare *ex ante* le ipotesi nelle quali la manipolazione del mercato deve essere qualificata in termini di reato all'interno degli Stati Membri, evidenzia come tale modello debba attenersi esclusivamente alle ipotesi di grave manipolazione, caratterizzati dall'integrazione dolosa della condotta⁵⁷. Dall'altro, ed in senso più ampio, il modello trova giustificazione nel significativo potenziale afflittivo della pena disposta dall'art. 185, nonché dal rispetto dei principi generali del diritto penale e della prevedibilità della condanna: in tal senso, ben si comprende la scelta di richiedere – ai fini della realizzazione del delitto – sia l'esistenza di un'attitudine ingannatoria, sia il fatto che questa sia nota e abbracciata da colui che diffonde le notizie.

Si tratta di una scelta che, del resto, nasce altresì dalla necessità (e dalla difficoltà) insita nell'operare un corretto bilanciamento della supervisione pubblica con i valori sottesi alla libertà di espressione – dei quale si è già avuto modo di dire ampiamente⁵⁸ – oggetto di tutela costituzionale.

Ciò anche in considerazione del fatto che ipotizzare l'astratta applicabilità della disposizione in esame alle opinioni diffuse a mezzo *social*, senza vincolare la realizzazione dell'illecito ad una connotazione soggettiva o a un effettivo pericolo per il mercato, rischierebbe di risolversi – *in primis* e soprattutto - in un non proporzionato uso del diritto penale e in una non giustificabile limitazione della libertà di espressione, specialmente in quei casi in cui la stessa sia ascrivibile alla categoria dell'*enriched commercial speech* o *free speech*. Questo aspetto appare particolarmente problematico anche alla luce delle summenzionate difficoltà, da un lato, di delimitare con chiarezza la distinzione fra discorso commerciale e discorso politico-informativo e, dall'altro, in presenza di quest'ultimo, l'ascrivibilità dell'espressione alla categoria "libertà di critica" o "libertà di cronaca".

In ragione di queste considerazioni, risulta evidente come una soluzione che estenda *sic et simpliciter* l'applicabilità dell'art. 185 t.u.f. possa risultare problematica altresì dal punto di vista della certezza del diritto⁵⁹.

⁵⁷ Si osservi come non valga ad escludere tale aspetto il fatto che la gravità possa ricondursi altresì ad altri indici attinenti al disvalore dell'evento quali l'impatto sull'integrità del mercato, il profitto effettivo o potenziale ritratto ovvero la perdita evitata dall'informatore, la misura del danno cagionato al mercato o dell'alterazione di valore dello strumento finanziario manipolato. Cfr. In merito F. Consulich, *Manipolazione dei mercati e diritto euromunitario*, in *Le Società*, 2, 2016, 210.

⁵⁸ V. *supra* paragrafo 2.

⁵⁹ Cfr. in merito L. Scipione, *Il caso Gamestop: chiare evidenze di un fallimento regolamentare e di supervisione dei mercati finanziari*, in *Rivista di Diritto Amministrativo*, 2022, 2, 191.

In linea con tali considerazioni, anche la disposizione di cui all'art. 187-ter rivela significativi *vulnera*: se, infatti, la scelta di prevedere la necessaria sussistenza di un elemento soggettivo altresì per l'illecito amministrativo appare comprensibile in ottica di politica del diritto – e si ritiene che in tal senso la ricomprensione dell'elemento della colpa possa raggiungere un efficace contemperamento degli interessi in gioco – viceversa la necessaria presenza dell'“artificiosità” quale elemento atto a connotare il disvalore della condotta, nonché della “anormalità” della stessa è stata da tempo identificata dalla dottrina quale elemento idoneo a porsi quale «dato intangibile in punto di ricostruzione della causalità e della responsabilità del soggetto agente»⁶⁰.

Certamente lodevole invece, seppur non risolutiva, la scelta di ampliare lo spettro dell'oggetto della manipolazione non solo alle informazioni ma altresì alle “voci” che forniscano o siano suscettibili di fornire segnali falsi o fuorvianti al mercato, pur rimarcando l'esigenza di ravvisare un determinato grado di tendenziosità nell'informazione fornita al mercato.

L'indagine della (parca) giurisprudenza in materia sembra confermare tali difficoltà applicative: in occasione delle pronunce occorse sul tema con riferimento alla pubblicazione di articoli di informazione⁶¹, il potenziale manipolativo della notizia - necessario ai fini dell'integrazione della fattispecie - è stato storicamente valutato tenendo in considerazione una pluralità di elementi (attendibilità della fonte; tenore più o meno assertivo del testo riportante l'informazione; attenzione dedicata da altri *media* all'argomento; variazioni nell'andamento del titolo) i quali, pur certamente significativi, risultano nondimeno complessi da valutare univocamente con riferimento alle opinioni espresse *online* da *influencer* e utenti⁶².

4.3. La responsabilità civile e la diffusione di informazioni inesatte

A fronte di queste criticità, nemmeno le disposizioni in materia di responsabilità civile sembrano destinate ad offrire soluzioni efficaci a contrastare il fenomeno.

In merito, giova anzitutto osservare come la dottrina civilistica, indagando il tema della responsabilità da informazione inesatta, abbia da tempo avuto modo di evidenziare che il campo di indagine si caratterizza per una profonda eterogeneità nelle sue possibili manifestazioni (derivante dalle diverse peculiarità riscontrabili *inter alia* in merito alla soggettività dell'informatore, ai modi di trasmissione della conoscenza

⁶⁰ Così F. Consulich, *La giustizia e il mercato. Miti e realtà di una tutela penale dell'investimento mobiliare*, Giuffrè, 2010, cit. p. 125. Critico in merito a tale scelta in sede di riformulazione della disposizione altresì F. Mucciarelli, *Gli abusi di mercati riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina*, in *Dir. Pen. Cont.*, 2018, 17; nonché E. Basile, *Una nuova occasione (mancata per riformare il comparto penalistico degli abusi di mercato)*, *ibidem*, 2017, 271 ss.

⁶¹ Su tutti Tar Lazio, 7 marzo 2012, n. 957.

⁶² Anche considerandosi, come si avrà modo di dire (v. *infra* par. 5) l'assenza di una definizione univoca delle caratteristiche di tali soggetti.

presi in considerazione, al contenuto delle informazioni e al rapporto intercorrente tra le parti⁶³) tali da incidere sulla stessa configurabilità in astratto di un'ipotesi generale e destinate a frantumare la fattispecie in una pluralità di ipotesi casistiche.

Non solo: a ben vedere, l'identificazione dei caratteri della responsabilità civile da informazione inesatta nel mercato finanziario è stata a lungo ancorata al presupposto secondo il quale l'informazione dovesse essere sempre ricondotta – in tale settore – all'interno di due categorie: la prima (c.d. informazione primaria) destinata a ricomprendere le ipotesi nelle quali le informazioni provenissero dalla società emittente gli strumenti finanziari oggetto di manipolazione ovvero da soggetti a questa connessi da vincoli economici; la seconda, (c.d. informazione secondaria o derivata), invece, relativa a quei casi nei quali il flusso informativo fosse originato da *gatekeeper* ovvero intermediari informativi⁶⁴, facenti comunque parte del circuito finanziario. Solo rispetto a tali soggetti, infatti, sarebbe stata riconoscibile quella peculiare rilevanza pubblicistica che fonda il peculiare regime protettivo dell'informazione al mercato (posta la non illiceità della speculatività *per se*), comune in tale settore sia alle disposizioni del Testo Unico sia al regime generale della responsabilità civile⁶⁵. Nessuna di queste due ipotesi, tuttavia, sembra riscontrabile nel caso di opinioni diffuse da soggetti non qualificati attraverso social network o altri mezzi di divulgazione digitale.

In tal senso, tuttavia, appare corretto evidenziare come ciò non costituisca l'unico ostacolo all'applicazione del regime dell'illecito civile nei casi qui considerati: il sistema della responsabilità civile ha, infatti, già in passato mostrato difficoltà nel tutelare gli investitori che si affidassero a informazioni inesatte o incautamente rese al mercato anche qualora queste provenissero da soggetti tradizionalmente deputati alla circolazione di informazione primaria e secondaria.

Significativa è, in quest'ottica, l'esperienza giurisprudenziale maturata con riferimento alla responsabilità delle agenzie di rating per valutazioni (*solicited* e *unsolicited*) inesatte fornite al mercato: come noto, con riferimento a tali soggetti, gli interventi normativi operati a livello comunitario a valle della crisi finanziaria – e, in particolare, i Regolamenti nn. 513/2011 e 462/2013 – hanno espressamente previsto l'istituzione di un regime di responsabilità civile in caso di errori nelle procedure di formulazione del rating⁶⁶, il quale avrebbe dovuto promuovere una maggiore *accountability* in capo a questi soggetti, e tutelare gli investitori

⁶³ V. già G. Alpa, *Il problema della atipicità dell'illecito*, Napoli, 1979; F. Ranieri, *La responsabilità da false informazioni*, in *Giur. Comm.*, 1976, I, 630 ss.; con riferimento al settore bancario e finanziario, A. Luminoso, *Responsabilità civile della banca per false o inesatte informazioni*, in *Riv. dir. Comm.*, 1984, I, 197 ss.; A. Di Amato, *Il danno da informazione economica*, ESI, 2003, 43 ss.

⁶⁴ In merito v. C. Rabitti Bedogni, *L'informazione derivata. Le previsioni degli analisti e i giudizi delle agenzie di rating*, in <http://w3.uniroma1.it/dirittomercatifinanziari/Rating.pdf>, 1.

⁶⁵ Si veda in questo senso la ricostruzione proposta in V. Caridi, *Danno e responsabilità da informazione al mercato finanziario*, Giuffrè, 2012, 69 ss. in part. 98.

⁶⁶ Artt. 35-*bis* ss. del Regolamento 462/2013.

che su tali valutazioni avessero riposto un ragionevole affidamento. Nondimeno, un'indagine degli arresti giurisprudenziali in materia consente di evidenziare come, nella pratica, le decisioni nelle quali sia stata riconosciuta la responsabilità civile delle agenzie di rating nei confronti del mercato siano pressoché inesistenti⁶⁷, principalmente alla luce delle difficoltà incontrate dai danneggiati nel dimostrare in giudizio la sussistenza di un nesso di causalità tra l'informazione diffusa al mercato e il compimento dell'azione di investimento da parte di costoro⁶⁸. Se ciò è avvenuto per un soggetto *lato sensu* qualificato come le agenzie di rating, risulta ad oggi improbabile ipotizzare un'inversione di rotta da parte della giurisprudenza e l'accoglimento di un paradigma più severo di valutazione in merito alle condotte poste in essere da *influencer* o, più in generale, circolanti su canali digitali non rivolti ad una platea professionale.

Del resto, la maggiore criticità in merito all'idoneità delle regole di responsabilità civile a fornire risposte alle problematiche connesse alla diffusione di informazioni inesatte in tale ambito si rinviene nella persistente dualità – già osservata dalla dottrina⁶⁹ – tra soggetti informati e danneggiati; due figure che, nel mercato finanziario, non sono infatti perfettamente coincidenti. Se, infatti, i destinatari di un'informazione resa al mercato debbono genericamente identificarsi nella categoria degli investitori, unitamente e complessivamente considerata, viceversa dovranno considerarsi danneggiati soltanto coloro che abbiano posto un legittimo (e dimostrabile) affidamento sulla notizia fornita e, dunque, l'abbiano posta a fondamento della propria attività economica.

In tal senso, si è evidenziato come la lesione degli interessi individuali degli investitori – necessaria a legittimarli alla pretesa risarcitoria – rilevarebbe, nel caso di informazione falsa ovvero inesatta indirizzata al sistema finanziario, esclusivamente in quanto mediata dal meccanismo di formazione del prezzo (fenomeno che, dunque, si realizza a livello impersonale sul mercato), il quale risulta alterato rispetto a quello che si sarebbe determinato ove il mercato fosse stato correttamente informato. Si tratta, invero, di un problema difficilmente superabile mediante il ricorso ai meccanismi di tutela attualmente presenti: non sorprende, di conseguenza, come da più parti sia emersa la proposta di introdurre a carico dei soggetti che diffondano informazioni false o fuorvianti nel mercato finanziario un regime di responsabilità oggettiva (declinato in vari modi a seconda della ricostruzione considerata), che prescindendo dalla dimostrazione del nesso causale e dell'elemento soggettivo della condotta.⁷⁰

⁶⁷ Per un'analisi del tema si consenta un rinvio a A. Davola, *La responsabilità civile delle agenzie di Credit Rating: giurisprudenza italiana e prospettive di evoluzione dopo il Regolamento 462/2013*, in M. Gagliardi (a cura di), *Diritto privato dei mercati finanziari. Profili di qualificazione e di responsabilità*, Pacini, 2017; nonché C. Picciau, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, EGEA, 2018. Per una prospettiva antecedente l'entrata in vigore della riforma si veda L. Di Donna, *La responsabilità civile delle agenzie di rating. Mercato finanziario, allocazione dei rischi e tutela dell'investitore*, Giuffrè, 2012; A. Sacco Ginevri, *Le società di rating nel Regolamento CE n. 1060/2009: profili organizzativi dell'attività*, in *Leggi civ. comm.*, 2010.

⁶⁸ V. Caridi, *op. ult. cit.*, 99.

⁶⁹ C. Angelici, *Su mercato finanziario, amministratori e responsabilità*, in *Riv. Dir. Comm.*, 2010, 1, 1, 39.

⁷⁰ A. Troisi, *Le agenzie di rating. Regime Disciplinare e Profili Evolutivi*, Cedam, 2013, *passim*.

5. Possibili soluzioni alla luce della nuova governance digitale europea

5.1. Il DSA e l'estensione della vigilanza ai c.d. fin-fluencer

L'indagine fin qui condotta evidenzia, in ultima analisi, la necessità di un ripensamento – interpretativo ovvero in termini di diritto positivo – delle regole predisposte per contrastare possibili condotte da parte di soggetti che, in linea di principio, non possano ritenersi in via di principio depositari di oneri di diligenza nei confronti degli investitori (come avviene, ad esempio, nel caso degli intermediari) in quanto estranei al tradizionale parametro di interesse della normativa.

Guardando al di fuori del diritto dei mercati finanziari, sicuramente un primo elemento di interesse si rinviene in quel complesso di interventi condotti dall'Unione in tempi recenti al fine di migliorare il controllo esercitato dalle piattaforme sui contenuti digitali postati dagli utenti: in particolare, le disposizioni presenti nel DSA⁷¹ in materia di *notice and take down* dei contenuti illegali postati dagli utenti⁷², quelle atte a garantire la tracciabilità di tali operatori commerciali⁷³ da parte delle piattaforme, ovvero funzionali a predisporre modelli di controllo sinergico insieme alla Commissione europea,⁷⁴ possono certamente rappresentare un primo avanzamento della tutela nei confronti degli investitori.

Rimanendo, viceversa, nel parametro delle disposizioni in materia di mercati finanziari, meritevole di indagine appare altresì la possibilità di ipotizzare l'espansione – ad oggi, limitata a quelle ipotesi in cui sia presente il rischio di manipolazioni gravi e dolosamente preordinate – del sistema di prevenzione dei tentativi di abusi di mercato previsto dall'art. 16 comma 2 della MAR in capo a chiunque predisponga o esegua a titolo professionale operazioni finanziarie⁷⁵.

In particolare, sebbene tale obbligo – sostanziandosi in un dovere di segnalazione all'autorità competente delle attività sospette che potrebbero costituire manipolazioni di mercato – sia ad oggi rivolto esclusivamente ai gestori e le imprese di gestione di sedi di negoziazione, un potenziale ampliamento del novero dei soggetti passivi (da declinarsi nel rispetto del divieto di imporre un monitoraggio generale previsto dalle legislazioni europee in materia di *hosting providers* alle piattaforme digitali⁷⁶) anche ai gestori di piattaforme digitali e ai gestori di *social network* ove sia possibile rinvenire la circolazione di informazioni suscettibili di incidere sulla stabilità del mercato finanziario segnalate potrebbe favorire un maggior grado di tutela per il mercato.

⁷¹ Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2020 relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, COM(2020) 825 final. Il *Digital Services Act* è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE nell'ottobre 2022, e troverà piena applicazione a partire dal gennaio 2024.

⁷² Art. 16 DSA.

⁷³ Art. 30 DSA.

⁷⁴ Art. 40 DSA.

⁷⁵ Tale ipotesi è prospettata in F. Consulich, *Manipolazione dei mercati e diritto eurounitario*, in *Le Società*, 2, 2016, 214.

⁷⁶ Art. 8 DSA.

Un diverso approccio regolatorio, invece, potrebbe sostanziarsi nell'individuazione di una serie di doveri di condotta ad ampio spettro, destinati ad applicarsi ai soggetti *online* ovvero soltanto ad alcune categorie di costoro, al di fuori di quelli tradizionalmente individuati dal Testo Unico. In tal senso, la stessa MAR, le raccomandazioni formulate dall'ESMA e – per quanto riguarda il diritto interno – quelle emanate dalla Consob in seguito all'espansione del fenomeno delle *fake news* in materia di mercati finanziari sui *social media*⁷⁷ evidenziano la possibilità di imporre ulteriori obblighi in capo ai c.d. esperti, ossia coloro che pur non rientrando nello spettro dei soggetti vigilati si presentino quali depositari di «competenza o esperienza finanziaria» tali da indurre «gli altri a ritenere ragionevolmente di possedere competenza o esperienza finanziaria»; particolarmente significativo, inoltre, il fatto che tra gli indicatori funzionali all'individuazione degli esperti sia espressamente indicato altresì il numero di *follower* di cui questi dispongono sui *social network*.⁷⁸ Del resto, logica non dissimile sembrava ispirare l'originaria formulazione art. 187-*ter* t.u.f., nella parte in cui prevedeva che “per i giornalisti che operano nello svolgimento della loro attività professionale la diffusione delle informazioni va valutata tenendo conto delle norme di autoregolamentazione proprie di detta professione”⁷⁹, riconoscendo una sorta di responsabilità qualificata a carico di soggetti dotati di una marcata credibilità presso il pubblico.

Un più ampio ricorso alla categoria dell'esperto per sanzionare la circolazione di notizie false ovvero fuorvianti – specialmente ove affiancato da un irrobustimento dei modelli di controllo ad opera delle piattaforme e coadiuvato da un flusso informativo costante tra queste ultime e le autorità di supervisione – potrebbe, di conseguenza, rivelarsi auspicabile per contrastare l'attività di quei soggetti che, operando sulle piattaforme digitali, siano in grado di raccogliere un ampio seguito e, di conseguenza, presentino un'elevata capacità di orientamento del mercato. In questo senso, dunque un'estensione del perimetro operativo delle autorità di vigilanza agli *influencer* potrebbe aumentare il grado di controllo sulla diffusione di informazioni false, con possibilità per l'authority designata di richiedere la rimozione del contenuto attraverso il sistema di *notice and take down*⁸⁰.

Si tratta, tuttavia, di una soluzione che presenta luci ed ombre: non può negarsi, infatti, come il riferimento al termine “esperto” sembri sottendere la necessaria presenza di una financo millantata competenza specifica in materia: una *ratio*, questa, che difficilmente sembra potersi applicare alle dichiarazioni formulate da qualsiasi soggetto – magari un *influencer* attivo in un settore completamente diverso – che abbia un numero significativo di utenti e che diffonda (magari in un contesto non implicante la prestazione di raccomandazioni di investimento, e dunque anche in via indiretta) la propria opinione

⁷⁷ Cfr. ESMA, 28 ottobre 2021, *Statement on Investment Recommendations on Social Media* 28 ottobre 2021, consultabile su www.esma.europa.eu; Consob, *Linee Guida, Raccomandazioni di investimento*, 13 ottobre 2017, 2.

⁷⁸ Consob, *Linee Guida*, 2017, 9.

⁷⁹ Art. 187-*ter* comma 2 t.u.f., successivamente modificato dal D. Lgs. 10 agosto 2018, n. 107.

⁸⁰ Cfr. Art. 16 DSA.

rispetto ad un fenomeno astrattamente idoneo ad incidere sull'andamento di uno strumento finanziario⁸¹. A conferma di ciò, giova osservare come l'elemento dell'*expertise* non si riscontri nemmeno nell'ambito della definizione di *influencer* di recente elaborazione presso il Parlamento europeo⁸².

Se, dunque, sembra ragionevole che la soluzione qui proposta possa estendersi in via di principio ai *finfluencers* o ai c.d. "guru della *web finance*", più complesso appare ipotizzarne l'applicazione a chiunque detenga un numero significativo di *follower* online (cioè, si osservi, sebbene la giurisprudenza abbia ritenuto irrilevante ai fini dell'integrazione dell'art. 187-ter il fatto che i recettori della notizia manipolatoria fossero o meno soggetti potenzialmente interessati ad attività di investimento⁸³).

Certamente, in questo modo, rimarrebbero escluse dal perimetro della normativa soltanto quelle informazioni diffuse da soggetti che, sulla base della ridotta esposizione di cui questi godono sui *social media*, sembrano potersi collocare al di sotto della soglia opportunità dell'azione di vigilanza. Una scelta, questa, che, da un lato, appare coerente con la necessità di garantire un bilanciamento con la libertà di espressione del cittadino e che, dall'altro, valorizza la costatazione – già formulata dall'autorità per la supervisione finanziaria norvegese⁸⁴ – per la quale un parziale grado di disomogeneità (e di erroneità) negli *statement* presenti sui *social network* dovrebbe ritenersi fisiologico a tale area, e che in tali casi la migliore strategia di contrasto dovrebbe individuarsi preferibilmente nell'attività di informazione e di educazione condotta dalle autorità di settore.

Quest'ultima constatazione evidenzia, ancora una volta, la persistente attualità di due aspetti fortemente evidenziati dalle *authorities* nel corso degli ultimi anni – e che hanno acquisito ulteriore vitalità alla luce della decentralizzazione e digitalizzazione dei processi finanziari: da un lato, la perdurante centralità dell'educazione finanziaria nello sviluppo di una generazione di utenti accorta ed in grado di valorizzare adeguatamente le proprie preferenze d'investimento; dall'altra, la persistente importanza del ruolo rivestito dagli intermediari (e, più in generale, dai soggetti vigilati) quali punto di contatto tra l'investitore *retail* e il mercato finanziario, necessari non solo in termini di supporto alla valutazione del cliente e di valorizzazione delle sue preferenze ma, altresì e soprattutto in termini di responsabilità di vaglio critico

⁸¹ Cfr. in tal senso – le considerazioni formulate in C. Melzi Deril, *Diffusione di notizie false tramite internet e manipolazione del mercato*, in *Dir. Inf.* 2012, 4, 224.

⁸² Parlamento UE, The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, *The impact of influencers on advertising and consumer protection in the Single Market*, febbraio 2022, PE 703.350, cit. 9: "An influencer is a content creator with a commercial intent, who builds trust and authenticity-based relationships with their audience (mainly on social media platforms) and engages online with commercial actors through different business models for monetisation purposes".

⁸³ Tar Lazio 20 marzo 2012. Critico in merito C. Melzi D'Eril, *Diffusione di notizie false tramite internet*, 228; che si ricollega alle considerazioni formulate in G. Lunghini, *La manipolazione del mercato*, in *Dir. Pen. Proc.*, 2005, 1477, il quale ritiene che la valutazione debba necessariamente tenere in considerazione la "destinazione d'uso" della notizia e la sua finalizzazione ad orientare le valutazioni degli investitori finanziari.

⁸⁴ J. Gjedrem, *Finfluencers and consumer protection*, 13 gennaio 2022, in *Finanstilsynet*.

di queste ultime, funzionale a porre in luce eventuali lacune o convinzioni erranee che possano derivare dalla diffusione di informazioni inesatte ovvero fuorvianti sui canali della società digitale.

5.2. Prospettive di gestione della (dis)informazione finanziaria online e ruolo degli ADR alla luce del DSA

Accogliendo, a questo punto, una prospettiva prescrittiva finalizzata ad elaborare modelli di controllo efficaci nei confronti di coloro che non risultino strutturalmente ricompresi nell'ambito della vigilanza finanziaria, appare possibile svolgere ulteriori considerazioni alla luce delle precedentemente indagate prescrizioni delineate dal DSA.

Innanzitutto, opportuna appare l'individuazione di soggetti – i quali non necessariamente dovranno identificarsi in *authorities* – che possano agire in veste di *trusted flagger* in posizione di terzietà rispetto alle parti in causa (utenti e piattaforme) e che dispongano di uno specifico *expertise* in materia bancaria e finanziaria. L'attività di tali soggetti, operata sulla base delle disposizioni del DSA sarebbe, dunque, complementare a quella condotta dall'autorità pubblica ed essenzialmente volta ad integrare le segnalazioni direttamente operate dagli utenti in materia di disinformazione economica (in base al già operante *Code of Practice on disinformation*).

Non può negarsi, tuttavia, come una simile innovazione renda certamente più complesso operare il bilanciamento fra libertà di espressione – soprattutto nei casi di *enriched commercial speech* – e interessi di mercato, in quanto affidare la decisione in merito alla natura delle informazioni diffuse online a soggetti privati quali i social networks potrebbe favorire fenomeni di *collateral censorship*⁸⁵, sostanziandosi nella rimozione di tutti i contenuti segnalati dai *trusted flagger* o dagli utenti.

Al fine di mitigare questo rischio, favorendo altresì una maggiore democraticità nella gestione delle segnalazioni in materia di disinformazione, appare allora possibile ipotizzare il ricorso a meccanismi di risoluzione della contestazione della decisione di rimozione (ovvero non rimozione di un contenuto) affidando la stessa a meccanismi di *Online Dispute Resolution (ODR)* i quali troverebbero la loro legittimazione operativa nell'obbligo di istituzione di *certified out-of-court dispute settlement body* previsto dal DSA⁸⁶.

In ambito economico-commerciale, l'opportunità di favorire l'utilizzo di sistemi ADR (*Alternative Dispute Resolution*) è ormai emersa quale elemento di primaria rilevanza nel territorio dell'Unione: sin

⁸⁵ Cfr. F.T. Wu, *Collateral Censorship and the Limits of Intermediary Immunity*, in *Notre Dame L. Rev.* 87, 2013.

⁸⁶ Art. 21 DSA. Per un'indagine in merito alle caratteristiche – e alle criticità – di tale strumento v. P. Ortolani, *The resolution of content moderation disputes under the Digital Services Act*, in *Giustizia consensuale*, 5, 2022, 533 ss.; in precedenza C. Goanta, P. Ortolani, *Unpacking content moderation: The rise of social media platforms as online civil courts*, in X. Kramer, J. Hoevenaars, B. Kas, E. Themeli (a cura di), *Frontiers in Civil Justice*, Elgar, 2022, 192–216.

dall'approvazione della Direttiva 2008/52/CE in materia di mediazione in materia civile e commerciale⁸⁷, la realizzazione di un sistema stragiudiziale funzionale al raggiungimento di accordi conciliativi, riconosciuti ed eseguibili nell'ambito di tutti i Paesi membri era stata identificata quale strumento essenziale per assicurare, da un lato, la celerità dell'accesso alla giustizia e, dall'altro, preservare le garanzie minime connesse all'esercizio della stessa, con riferimento *in primis* ai valori di indipendenza, competenza e professionalità degli organi giudicanti⁸⁸.

L'importanza di tali strumenti è, poi, ulteriormente accresciuta con il riconoscimento della capacità degli ODR di uniformare e adeguare la gestione del contenzioso alle esigenze del mercato digitale e immateriale, valorizzata altresì da alcuni significativi interventi legislativi nell'Unione⁸⁹: ciononostante, ad oggi, il ricorso a tali strumenti nell'ambito del commercio elettronico si apprezza finora soltanto in alcune aree limitate (e.g. nella risoluzione delle controversie sui nomi a dominio uniformi⁹⁰ ovvero con riferimento ad alcune specifiche imprese che si avvalgono di tale strumento (e.g. *Paypal* per i servizi di pagamento ed *Ebay* per la vendita al dettaglio)).

Di contro, la valorizzazione dell'istituto dell'ODR nell'ambito del contrasto alla disinformazione prodotta da soggetti non vigilati appare una promettente soluzione da implementare nell'ottica del DSA il quale, pur non scendendo nel dettaglio in merito al modello di funzionamento dei modelli di gestione extragiudiziale del contenzioso in materia di contenuti *online*, fornisce alcuni criteri interpretativi essenziali per asseverare la legittimità di tali organismi⁹¹ e individuandone il ruolo, al fianco dei tradizionali sistemi

⁸⁷ Direttiva 2008/52/CE del 21 maggio 2008 relativa a determinati aspetti della mediazione in materia civile e commerciale. La Direttiva sviluppava i riferimenti alla risoluzione extragiudiziale delle controversie già espressi nel Libro Verde sull'accesso dei consumatori alla giustizia del 1993, nella Direttiva 97/7CE in materia di tutela del consumatore nei contratti a distanza nonché nella Raccomandazione della Commissione 98/257/CE in materia di risoluzione extragiudiziale delle controversie in materia di consumo.

⁸⁸ G. Bernini, *Report on neutrality, impartiality, and independence*, in T. Varady, J. Barcelò, A.T. von Mehren (a cura di) *International Commercial Arbitration. A Transnational Perspective*, Thomson West, 2006.

⁸⁹ Il Regolamento 524/2013 prima e la Direttiva 2013/11/UE dopo hanno evidenziato come l'ODR offra in astratto una soluzione extragiudiziale facile, efficace, rapida e a basso costo per le controversie derivanti da operazioni online e che tuttavia, in assenza di meccanismi che consentano ai consumatori e ai professionisti di risolvere tali controversie con mezzi elettronici; l'effettiva incapacità di ricorrere con continuità a tale strumento comporti significativi svantaggi per i consumatori, ostacolando in particolare le operazioni transfrontaliere online e frena lo sviluppo generale del mercato online, cercando di conseguenza di stimolarne l'utilizzo in presenza di controversie concernenti obbligazioni contrattuali derivanti da contratti di vendita o di servizi *online*. Cfr. C. Maresca, *La sfida della trasposizione delle online dispute resolution sul suolo europeo: strumento realmente efficace o una chimera?* In www.giustiziacivile.com, 4. Per un'indagine critica del c.d. "pacchetto ADR" v. altresì V. Vigoriti, *Superabili ambiguità. Le proposte europee in materia di ADR e ODR*, in *Rass. Forense*, 2011, 2, 319; G. Gioia, *Il nuovo "pacchetto" della Commissione europea sull'ADR*, in *Nuova giur. Comm.*, 2012, 697 ss.

⁹⁰ Cfr. *Uniform Domain Name Dispute Resolution Policy*, in www.icann.org.

⁹¹ Cfr. il già menzionato Art. 21 DSA: *ivi* si prevede, innanzitutto, che l'organismo deputato alla risoluzione extragiudiziale delle controversie sia imparziale e indipendente, anche sul piano finanziario, dai fornitori di piattaforme online e dai destinatari del servizio prestato dai fornitori di piattaforme online, *ivi* compresi le persone o gli enti che hanno presentato segnalazioni, nonché che questo disponga delle competenze necessarie per contribuire efficacemente alla risoluzione di una controversia in materia di contenuti illegali o in relazione all'applicazione e all'esecuzione delle condizioni generali di uno o più tipi di piattaforme online. È altresì richiesto i membri dell'ADR siano retribuiti secondo modalità non legate all'esito della procedura, e che la risoluzione extragiudiziale delle controversie risulti facilmente

di risoluzione giudiziale e ai modelli interni di gestione dei reclami, di componenti essenziali della tutela degli utenti nello spazio digitale.

La natura di organi giustiziali – *id est* di istituzioni davanti ai quali si svolge una procedura la cui soluzione è orientata dalla riferibilità ad interessi pubblici di carattere generale⁹² – propria di tali soggetti appare, in questo senso, particolarmente adeguata ad operare la contemperazione propria del bilanciamento tra l'interesse individuale alla libertà di espressione e quello della tutela del mercato e della fiducia degli investitori⁹³, la quale rappresenta il tratto caratteristico della moderazione dei *financial content* diffusi a mezzo digitale⁹⁴.

6. Conclusioni: la lotta alla disinformazione finanziaria online e gli scenari aperti dal DSA

Nel condurre un'analisi circa l'impatto della disinformazione *online* in ambito finanziario, la presente indagine si è proposta di coniugare un impianto descrittivo integrato (esplorando i limiti costituzionali alla regolamentazione del discorso commerciale di tipo finanziario e coniugandoli con la normativa in materia di contrasto alle manipolazioni di mercato) ed uno prescrittivo, volto a promuovere soluzioni che nell'ambito del DSA possano garantire la tutela del mercato finanziario nella sfera pubblica digitale.

Si è avuto modo di osservare come le problematiche legate alla fine del monopolio dei canali tradizionali della produzione della cultura abbiano avuto significativi effetti altresì nell'ambito dei mercati finanziari, determinando l'esponentiale emersione della disinformazione *online* in tale settore.

In questo senso, lo sviluppo di soluzioni che estendano indirettamente il perimetro della vigilanza ad *influencer* ed esperti operanti sulle piattaforme digitali è sicuramente un primo passo che si pone nella scia degli strumenti già vigenti in materia di circolazione di contenuti illegali, ponendosi il meccanismo di *notice and take down* in linea di continuità con le facoltà attribuite alle autorità di settore.

In questo contesto, non sembrano rilevarsi particolari criticità in tema di libertà di espressione, essendo il bilanciamento tra quest'ultima (commerciale o non) e i diversi interessi contrapposti (tutela del

accessibile attraverso le tecnologie di comunicazione elettronica (*ivi* compresa la possibilità di avviare la risoluzione delle controversie e di presentare i necessari documenti giustificativi online), sia idonea a risolvere le controversie in modo rapido, efficiente ed efficace sotto il profilo dei costi e in almeno una delle lingue ufficiali delle istituzioni dell'Unione nonché operata secondo regole procedurali chiare ed eque.

⁹² Tale lettura, prospettata dalla dottrina (con particolare riferimento alle riflessioni già formulate da M. Pellegrini, *Sistemi di ADR in ambito bancario e finanziario e dinamiche di mercato*, in Capriglione e Pellegrini (a cura di), *ABF e supervisione bancaria*, Padova, 2011, 23; e poi riprese dall'Autrice nel più recente scritto *La soluzione delle controversie bancarie*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. n.1, 150) appare ulteriormente asseverata alla luce delle conclusioni prospettata in Corte Cost. ordinanza 21 luglio 2011, n. 218, consultabile su <https://www.cortecostituzionale.it/actionSchedaPronuncia.do?anno=2011&numero=218> ed oggetto di indagine in A. Antonucci, *ABF e accesso al giudizio di legittimità costituzionale*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2011, parte terza, 117 ss.

⁹³ Sottolinea il ruolo degli ABF nello scongiurare rischi (non solo legali, ma altresì) reputazionali G. Fauceglia, *L'esperienza dell'ABF: manifestazione di una "pedagogia"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2021, 857 ss.

⁹⁴ Sul tema, pur declinato nell'ottica estensiva del perseguimento, da parte delle ADR, di istanze di giustizia sostanziale, cfr. F. Capriglione, *La giustizia nei rapporti bancari e finanziari. La prospettiva dell'Adr*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, I, 272 ss.

risparmio, stabilità del mercato, etc.) rimessi a un'autorità indipendente deputata dall'ordinamento a svolgere questo tipo di operazioni in conformità con i principi della *rule of law*.

Per quanto concerne, invece, i casi di disinformazione operati dal *quivis de populo* – particolarmente difficoltosi nella loro riconduzione alla disciplina prevista dal t.u.f. - appare possibile valorizzare, come si è detto, soluzioni nella cornice del DSA: la designazione di *trusted flaggers* che operino segnalazioni di contenuti falsi di natura economica, contestualmente a quelle degli utenti, potrebbe infatti partecipare al contrasto della disinformazione economico-finanziaria. In concomitanza, lo sviluppo di un sistema di contestazione della rimozione o mancata rimozione basato sulle ADR potrebbe rendere il sistema più efficace e aderente ai principi della *rule of law*, garantendo un controllo da parte di un soggetto terzo ed imparziale.

Certamente si tratta di un'ipotesi che, allo stato, non si presenta priva di incertezze nella sua messa in atto: il DSA, ad esempio, non tocca il tema – già ampiamente indagato dalla dottrina con riferimento agli ADR tradizionali⁹⁵ - della vincolatività delle decisioni rese dal sistema di risoluzione, nonché di come queste vadano coordinate con gli altri strumenti che il DSA prevede ai fini del controllo sui contenuti presenti sulle – o rimossi dalle – piattaforme (i.e. sistema di reclamo interno e tutela giurisdizionale)⁹⁶. A ciò si aggiunga come, allo stato, i sistemi ADR presenti in Europa si rivelino fortemente frammentati in termini di disciplina, caratteristiche, poteri istruttori e decisori⁹⁷.

Sebbene, dunque, difficilmente sembra possibile negare il potenziale dei sistemi ADR (e ODR) nella gestione dei problemi connessi alla moderazione dei contenuti online, attualmente bisogna giocoforza evidenziare come l'assenza di modelli di operatività armonizzati, l'incertezza in merito al valore giuridico delle decisioni da questi organi rese, nonché la – sovente – assenza di conoscenza in capo ai consumatori circa la possibilità ed i vantaggi (in termini di costi e tempi) derivanti dal ricorrere a tali strumenti richiedano ulteriori sviluppi prima di potersi qualificare tale soluzione come praticabile. A ciò si aggiunga come con specifico riferimento al ricorso a tale strumento per la gestione e il controllo sui contenuti *online* suscettibili di incidere sull'andamento dei mercati, alle caratteristiche già normativamente individuate gli ADR designati dovrebbero affiancare altresì uno specifico *expertise* in merito alla potenzialità, da parte di

⁹⁵ Ex multis M. Francesca, *Dalle ADR offline alle procedure di online dispute resolution*, in *Judicium*, 2015; N.R. Clift, *The Phenomenon of mediation: judicial perspectives and an eye on the future*, in *Jour. Intern. Maritime Law*, 2009, 508; V. Vigoriti, *Europa e Mediazione. Problemi e soluzioni*, in *Contratto Impresa/Europa*, 2011, p. 85; O. Pollicino, M. Bassini, *The Law of Internet between globalization and localization*, in M. Maduro, K. Tuori e S. Sankari (a cura di), *Transnational Law. Rethinking European Law and Legal Thinking*, Cambridge University Press, 2014.

⁹⁶ In merito si consenta un rinvio a A. Davola, *The Digital Services Act, Published: A Good Start And – Yet – Just A Start*, in <http://competitionlawblog.kluwercompetitionlaw.com/>.

⁹⁷ V. Mirra, *Il Financial Ombudsman Service e gli altri rimedi stragiudiziali per le controversie europee in materia di intermediazione finanziaria: alcuni segnali di maturità del sistema*, in *Rivista dell'Arbitrato*, 2019, 4, 827 ss.; P. Cortés, *The new regulatory framework for consumer dispute resolution*, in *Oxford Scholarship Online*, 2017; A. Merone, *Online Dispute Resolution, intermediari digitali e il nuovo paradigma della composizione preventiva e self-executing*, in *Rivista dell'arbitrato*, 2022, 1, 269 ss.

un contenuto, di determinare l'effettivo danno che un contenuto online possa avere nel mercato finanziario, nonché di “scremare” i casi di *enriched commercial speech*, discorso puramente economico e discorso politico.

Ciò, tuttavia, non appare *in nuce* inverosimile: a fronte, infatti, dell'ancora embrionale diffusione degli ADR di matrice “generalista”, il settore bancario e finanziario mostra viceversa un grado di sviluppo di tali soluzioni decisamente più avanzato, il quale ben può prestarsi a costituire un *benchmark* per l'implementazione di modelli ODR per la gestione dei contenuti online, in particolare laddove si consideri l'idoneità di questi ultimi a determinare alterazioni nel corretto funzionamento del mercato finanziario⁹⁸. Pur non essendo possibile in questa sede procedere ad un'indagine esaustiva delle peculiarità dei diversi sistemi ADR in ambito bancario e finanziario, giova quindi evidenziare come in presenza di sufficienti incentivi i modelli di risoluzione extra-giudiziale delle controversie rappresentino, invero, una soluzione di interesse.

Alla luce di queste considerazioni assume dunque concreto interesse la possibilità di ipotizzare l'istituzione, a livello europeo, di una serie di organismi di ODR deputati alla risoluzione del contenzioso in materia di gestione dei contenuti *online* ad opera delle piattaforme digitali, i quali presentino le caratteristiche strutturali-procedurali attualmente rinvenibili nei modelli di ADR “virtuosi” presenti nel settore bancario e finanziario e, al contempo, presentino nei propri collegi una composizione rappresentativa e di comprovata esperienza in merito ai diversi aspetti coinvolti nel monitoraggio dei contenuti (segnatamente tutela della libertà di espressione, protezione del consumatore, e disciplina della manipolazione di mercato).

Tali organi, soggetti ad un processo di selezione ed identificazione ad opera delle istituzioni – nel rispetto dei parametri già tracciati dal DSA - potrebbero di fatto coniugare, nella loro formazione collegiale, una sensibilità integrata rispetto ai diversi aspetti suesposti, i quali consentirebbero di raggiungere in maniera ottimale quel complesso bilanciamento di interessi che, come si è detto, costituisce il principale profilo di complessità nell'individuare limiti e confini dell'attività degli utenti nel mercato digitale.

⁹⁸ Tra gli esempi più sviluppati presenti sul territorio europeo, particolare rilievo assume l'esperienza del *Financial Ombudsman Service* (FOS) inglese ovvero quella dell'*Autorité des Marchés Financiers* francese. Cfr. G. Carrero, *ABF e principali ADR in materia finanziaria: profili comparatistici*, in *Contratto e Impresa*, 2018, 35; D. Bevilacqua, *Le riforme della vigilanza finanziaria in una prospettiva comparatistica*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, 2, 20 ss.; G. Boccuzzi (a cura di), *I sistemi alternativi di risoluzione delle controversie nel settore bancario e finanziario: un'analisi comparata*, in *Quaderni di ricerca giuridica della consulenza legale della Banca d'Italia*, n. 68, 2010. Sebbene meno risalente, parimenti significativa è naturalmente l'esperienza maturata nel nostro Paese a seguito dell'istituzione dell'Arbitro Bancario e Finanziario e dell'Arbitro per le Controversie Finanziarie attraverso la legge di tutela del risparmio: per un'analisi del ruolo dei due organi, v. G. Lener, *L'Arbitro per le Controversie Finanziarie presso la Consob: genesi, struttura e funzione. Differenze rispetto al modello dell'ABF*, in Aa.Vv., *Le controversie bancarie e finanziarie*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, diretto da Mantucci, vol. XV, Napoli, 2019, p. 281. Con riferimento ai modelli extra-europei, utile può risultare un riferimento a A. Antonucci, *The Mandatory ADR in the Financial Services*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2011, 4.



La costituzione di un sistema ODR nei termini delineati sembra dunque idonea a costituire uno sviluppo che – ponendosi in linea di continuità con le indicazioni fornite dal nuovo Regolamento sui servizi digitali – da un lato, consentirebbe di valorizzare i principali elementi di solidità mostrati dall’esperienza in materia di meccanismi di ADR nel settore finanziario⁹⁹ e le fruttuose prospettive di interazione con i meccanismi di vigilanza tradizionale¹⁰⁰, dall’altro, consentirebbe di proiettare tali soluzioni (attraverso un modello di gestione *online* e la predisposizione di composizioni integrate) all’interno delle specificità che caratterizzano i modelli dell’interazione digitale, tutelando gli individui in quanto tali, nonché nella loro dimensione di consumatori e utenti e, al contempo, valorizzando nel proprio scrutinio le implicazioni di mercato e di interesse generale sottese alla gestione dei contenuti.

⁹⁹ Ad integrazione di quanto già evidenziato, significative le riflessioni sul tema operate in P. Sirena, *I sistemi di ADR nel settore bancario e finanziario*, in *La nuova giurisprudenza civile commentata*, 2018, 1373;

¹⁰⁰ In generale sul rapporto tra vigilanza e supervisione, anche alla luce delle complessità derivanti dall’interazione tra dimensione domestica ed eurounitaria v. V. Troiano, *Sistemi di risoluzione stragiudiziale delle controversie in ambito bancario e finanziario e funzioni di vigilanza*, in Capriglione e Pellegrini (a cura di), *ABF e supervisione bancaria*, Padova, 2011; nonché, più di recente, F. Capriglione, *La supervisione finanziaria dopo due crisi. Quali prospettive*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2022, suppl. n.1, 3.