

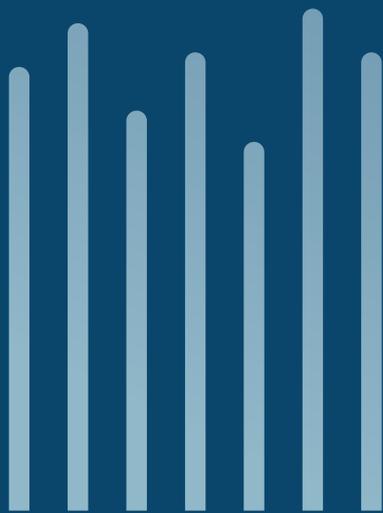


ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI  
MERCATI FINANZIARI - ASSOSIM

# Quaderni Assosim

Periodico di informazione  
e approfondimento

Anno I Numero 0/2023







# Quaderni Assosim

**Periodico di informazione e approfondimento**

Anno I  
Numero 0 – 2023

## **Direzione**

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

## **Comitato scientifico**

Marco Ventoruzzo (*Coordinatore*)

Filippo Annunziata – Raffaele Lener – Piergaetano Marchetti – Enzo Moavero Milanesi – Marco Onado –  
Andrea Pisaneschi – Luca Rossi – Paola Severino – Andrea Sironi – Luisa Torchia

## **Comitato editoriale**

Federico Riganti (*Coordinatore*)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

E-mail redazione: [rivista@assosim.it](mailto:rivista@assosim.it)

Progetto grafico a cura di [creative-farm.it](http://creative-farm.it)

---

*I Quaderni Assosim ospitano anche contributi di soggetti esterni cui è assicurata la massima autonomia nell'esprimere proprie idee e opinioni in una prospettiva pluralistica. Essi, pertanto, non devono intendersi necessariamente esprimere posizioni condivise dell'Associazione.*



*Questo fascicoletto rappresenta il “numero zero” di una nuova iniziativa Assosim. Si tratta di una sorta di newsletter ragionata, che vorrebbe affiancarsi agli altri strumenti di informazione più immediati come News, Circolari e Comunicazioni. Nei Quaderni intendiamo raccogliere punti di attenzione nei settori di maggiore interesse per l’Associazione, e dunque in particolare riguardanti la disciplina dei servizi di investimento e accessori, le regole applicabili a intermediari e società quotate, il funzionamento dei mercati, l’economia delle attività mobiliari, gli sviluppi sul fronte fiscale. La pubblicazione includerà quindi innanzitutto una selezione e sintesi di documenti e analisi predisposte nel periodo precedente da Assosim, ma anche alcuni “inediti”, fornendo così ad associati, aderenti, stakeholders e interlocutori esterni un ulteriore e più sistematico strumento di aggiornamento*

*e discussione. Non abbiamo naturalmente ambizioni “accademiche”, si tratta di un periodico di taglio pratico con contributi prevalentemente informativi e qualche approfondimento su temi di particolare interesse anche affidati a studiosi, operatori e professionisti esterni. L’obiettivo è naturalmente anche quello di dare visibilità alle molte attività associative e stimolare il dibattito su temi importanti.*

*La struttura dei Quaderni, come emerge dall’indice, vuole dare spazio ad alcuni brevi “editoriali” su profili specifici; dar conto delle principali novità legislative, regolamentari o di prassi (a livello interno, europeo e internazionale) e del lavoro eventualmente svolto da Assosim in relazione a tali novità; richiamare decisioni giurisprudenziali significative; fornire dati economici e quantitativi su mercati e intermediazione; aggiornare sul sempre mobile settore fiscale; rendicontare le iniziative formative e convegnistiche svolte annunciando quelle future; ma anche consentire, in piccola parte, di alzare lo sguardo con qualche divagazione in senso lato culturale, sempre legata al mondo della finanza.*

*L’iniziativa nasce dagli stimoli degli stessi associati e aderenti nonché dei componenti dei nostri organi di direzione e si avvale del contributo di un autorevole comitato scientifico cui l’Associazione è grata. Un ringraziamento particolare va a una piccola squadra di redazione, composta da giovani studiosi, che con entusiasmo e generosità ha accettato di collaborare a questo progetto dimostrando già così - si vuole credere - il suo potenziale interesse anche oltre i confini “interni” dell’Associazione.*

*L’auspicio è che la lettura risulti utile e per quanto possibile a un periodico di questo tipo gradevole, l’impegno è che in queste pagine si possa facilmente trovare un serio ma snello aggiornamento sui principali sviluppi economici e giuridici del settore e le tendenze di maggior momento, su quello, insomma, che “bolle in pentola”. Si tratta peraltro di una piattaforma governata dalla struttura di Assosim ma aperta a suggerimenti, proposte, spunti, temi da parte, in primo luogo, dei nostri associati e aderenti, ma anche dei nostri numerosi interlocutori esterni e degli speriamo non pochi lettori.*

*Buona lettura!*

**Marco Ventoruzzo**  
Presidente Assosim



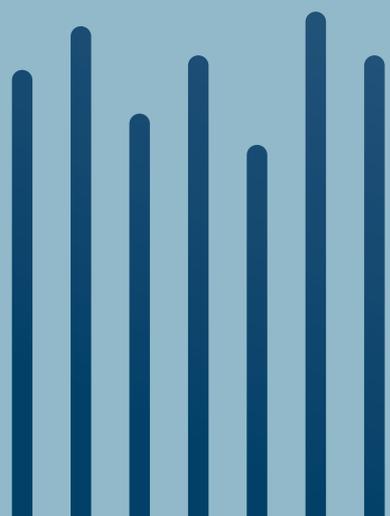
# Indice

<b>Editoriali</b>	<b>09</b>
Una “carta” dei valori fondamentali a tutela del buon funzionamento dei mercati	11
Cosa sta succedendo alle quote di srl?	13
<b>Novità Normative</b>	<b>15</b>
Operatori di finanza etica e sostenibile	17
Esma, <i>Artificial Intelligence in EU Securities Markets</i>	19
Novità in materia di MiFID II e MiFIR	21
La proposta di direttiva europea sui <i>green claims</i>	22
Disegno di legge che introduce interventi a sostegno della competitività dei capitali	24
Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale e semplificazione <i>fintech</i>	26
Il <i>Markets in Crypto-Assets Regulation</i> approvato da Parlamento e Consiglio Europeo	27
<b>Giurisprudenza</b>	<b>29</b>
<b>Angolo Fiscale</b>	<b>33</b>
Proposte fiscali a sostegno della competitività dei mercati finanziari	35
<b>Osservatorio Estero</b>	<b>37</b>
Finanza sostenibile in Lussemburgo	39
Presentata la nuova <i>Regulatory Initiatives Grid</i> nel Regno Unito	40
S.E.C. <i>Proposal: Cybersecurity Risk Management Rule</i>	41
S.E.C. propone un regime per vietare i conflitti di interesse in alcune cartolarizzazioni	42
Nuove regole della US S.E.C. sull' <i>Insider Trading</i>	43
<b>Uno sguardo al mercato</b>	<b>45</b>
La vignetta di Altan e i mercati finanziari	47
Gli investitori indipendenti in Italia. Una ricerca sociologica	49
<b>Eventi e Formazione Assosim</b>	<b>51</b>



A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page, curve downwards and then upwards, and extend horizontally across the top right. The background is a light blue gradient.

## Editoriali





# Una “carta” dei valori fondamentali a tutela del buon funzionamento dei mercati

di Filippo Annunziata

1. La proposta formulata in queste note nasce da plurime riflessioni elaborate negli ultimi anni sull’approccio che la legislazione finanziaria dell’UE (banche, mercato dei capitali, comparto assicurativo e previdenziale) ha, da sempre, seguito in relazione alla protezione dei “clienti” in diversi contesti.

La legislazione finanziaria dell’Unione è notoriamente basata su un approccio settoriale, articolato in tre ambiti: banche, mercato dei capitali, assicurazioni e fondi pensione. Ciascun settore ha il proprio corpus legislativo, rinvenibile nei relativi “silos” normativi: CRD, per le banche; MiFID e altri testi, per il mercato dei capitali; Solvency II e IDD per il comparto assicurativo. L’identificazione dei soggetti da proteggere – “cliente”, “investitore”, “contraente”, “depositario” ecc. – varia da un settore all’altro, rendendo mutevole l’identificazione del destinatario della protezione concessa dai diversi testi, in base ai rispettivi obiettivi e finalità. Tutto ciò ha anche una dimensione istituzionale, rappresentata da distinte Agenzie europee, in relazione ai tre settori (EBA, ESMA e EIO-PA). L’articolazione di questo assetto normativo e istituzionale ha subito, nel tempo, diversi cambiamenti, che – a tratti – sembrano voler mettere in discussione il tipico approccio settoriale: casi significativi sono, ad esempio, la regolamentazione dei conglomerati finanziari, o il regolamento PRIIPS. Queste eccezioni, però, non cambiano il quadro generale.

Ne deriva una tendenziale frammentazione delle regole e dei regimi di tutela, che incide sulla fluidità nella prestazione di servizi e attività finanziari, oltre che sui livelli di protezione degli “utenti” dei servizi, con effetti non positiva.

Spesso, la segmentazione normativa non coglie la realtà, ben più integrata, dei mercati e dei prodotti, né quella di soggetti e gruppi plurifunzionali. Inoltre, siffatto approccio comporta il rischio che la forma prevalga sulla sostanza, esponendo gli operatori a costi di *compliance* e a rischi (anche legali) significativi: si pensi, ad esempio, alla diversità di regime che connota prodotti dal profilo di rischio simile, ma “incapsulati” in schemi negoziali diversi, come ad esempio i prodotti assicurativo-finanziari, rispetto a quelli della gestione collettiva del risparmio. Si pensi, ancora, ai tentativi di riqualificazione di prodotti o servizi sulla scorta di ardite interpretazioni che, spesso, fanno breccia nella giurisprudenza, salvo poi essere, in fine, “corrette” da più avvedute decisioni: si fa riferimento, a tacer d’altro, alla lunga e controversa questione circa la qualificazione delle clausole di indicizzazione inserite nei contratti di finanziamento, assimilate (erroneamente) a strumenti derivati, su cui è – finalmente! – intervenuta la Suprema Corte, a Sezioni Unite, con sentenza del 23 febbraio 2023. Un altro esempio emblematico è rappresentato dalle deviazioni giurisprudenziali in materia di strumenti derivati e di elementi invalidanti del negozio: un tema ancora non del tutto risolto.

Per i conglomerati o i gruppi che operano attraverso una pluralità di soggetti, sottoposti a regimi tanto diversi, le differenze di approccio generano complessi problemi, là dove il tentativo di essere

*compliant* con regimi tanto frammentari e diversi non si risolve, in ogni caso, in un effettivo incremento nel livello di tutela dei clienti.

Muovendo dal presupposto che non esiste una nozione univoca di “cliente” nello stato attuale della legislazione finanziaria dell’Unione, e che le tecniche impiegate dai testi legislativi dell’UE variano notevolmente da un campo all’altro, ciò nonostante si registra un fenomeno che vede il progressivo affermarsi di un nucleo di principi fondamentali, a tutela del buon funzionamento del mercato e della tutela – in senso lato – degli “utenti” di servizi e prodotti finanziari. Il fenomeno è, in via preponderante, il portato di un processo di circolazione intersettoriale di regole e *standard*, che trova la sua origine nell’ampio *corpus* delle regole di condotta elaborate nel contesto della MiFID. Su queste basi è dunque possibile immaginare un più robusto percorso che porti a ridurre le differenze settoriali esistenti nella legislazione finanziaria dell’UE, e lo sviluppo di principi e regole *cross-sectoral*. L’obiettivo di queste note è di meglio precisare i termini di questa questione, e di formulare alcune proposte che possono andare a beneficio del mercato, sia dal lato degli utenti, sia da quello degli operatori professionali.

2. La protezione degli utenti finali nel contesto delle transazioni finanziarie presuppone, innanzitutto, che si identifichi “chi” deve essere protetto, e poi “come” tale protezione vada assicurata. Questi due aspetti sono interconnessi e si influenzano a vicenda.

In particolare, nel settore bancario, la tutela dei “clienti” è intesa essenzialmente come rivolta ai “depositanti”, che sono la prima e più immediata categoria di soggetti a beneficio dei quali dovrebbero riverberarsi le externalità positive derivanti dalla complessa interazione tra regolamentazione e vigilanza. Non è quindi un caso che, nell’intero pacchetto normativo della CRD e del CRR, il termine “cliente” figuri solo in poche e limitate disposizioni, essendo per lo più sostituito dal riferimento ai “depositanti”. Vi è da dire, per precisione, che non tutto il *corpus* del diritto bancario dell’UE, segue questo approccio. Esistono, infatti, aree nelle quali la legislazione è direttamente finalizzata alla tutela del cliente/committente dell’istituto finanziario: ad esempio, le disposizioni sul credito al consumo o sul credito ipotecario sono da tempo l’avamposto della tutela della parte debole in alcuni specifici contesti. Di recente, poi, l’EBA ha decisamente ampliato la propria attività anche nel senso della tutela dei consumatori nel comparto bancario, di cui le Linee Guida in materia di *product governance* (recentemente passate al vaglio anche della Corte di Giustizia UE nel notissimo caso *Fédération Bancaire Française*) sono l’esempio più noto e significativo.

Nel contesto dei mercati dei capitali, la MiFID I, elaborando sulla precedente ISD del 1993 (cfr. art. 11), ha dato vita a un robusto corpo di regole di condotta nel campo dei servizi di investimento. Oggi, MiFID II e MiFIR rappresentano le vette di un ampio pacchetto di misure normative che poggia sul preesistente regime, avendone però grandemente ampliato la portata.

L’approccio analitico della MiFID II al tema delle regole di con-

dotta è evidente in relazione a tutte le aree potenzialmente rilevanti: gli elementi centrali di queste regole considerano la trasparenza, l'adeguatezza, i conflitti di interesse, gli incentivi, la *best execution* e la *product governance*.

Nell'ambito della regolamentazione prudenziale delle assicurazioni, il cliente – ivi indicato come “beneficiario”, “contraente” o “assicurato” – occupa un ruolo un po' più diretto rispetto al contesto della legislazione bancaria di tipo prudenziale (cfr. considerando (16) della Direttiva Solvency II). Nella Direttiva sulla distribuzione assicurativa (“IDD”), poi, l'influenza di MiFID II è molto evidente: consulenza, adeguatezza, incentivi, conflitti di interesse, trasparenza, *product governance*.

La recente disciplina eurounitaria delle cripto-attività (MiCA) è, a sua volta, fortemente connotata da elementi di derivazione MiFID.

3. L'espansione dei principi derivanti da MiFID ha avuto luogo essenzialmente in virtù di due forze concorrenti: la prima, che chiameremo “centripeta”, la seconda “centrifuga”. In senso centripeto, il “sistema” MiFID ha, nel tempo, attratto nel suo perimetro un numero crescente di nuovi servizi, prodotti e attività, alcuni dei quali possono anche sembrare un po' eccentrici rispetto alla connotazione originaria di quel sistema (si vedano, ad esempio, i depositi strutturati o le quote di emissione di CO<sub>2</sub>). Nella loro portata centrifuga, invece, le norme MiFID si sono espanse oltre i suoi confini, influenzando altri settori: la IDD, per esempio, ma anche il credito ipotecario e, infine, l'imminente legislazione sui *cripto-asset* - MiCA).

Oltre a MiFID, in vero, un'altra area che vede lo sviluppo di principi comuni a diversi settori è la sostenibilità. La fiorente (a tratti bulimica) legislazione in materia di finanza ESG viene ora declinata, muovendo da principi comuni, nei diversi settori, sia a livello generale, sia con approcci più specifici.

4. I fenomeni sopra brevemente richiamati, offrono l'opportunità di identificare taluni principi generali, di basi comuni per affrontare la questione della protezione degli “utenti” dei servizi finanziari in diversi settori.

L'utilità di siffatto esercizio è motivata dai vantaggi che deriverebbero, per il mercato in generale, dal disporre, nel contesto della legislazione finanziaria UE, di un insieme condiviso di principi che, nonostante le differenze settoriali, identifichino approcci comuni alla protezione degli “utenti”, lasciando allo stesso tempo spazio e flessibilità per regole di protezione più specifiche, settoriali o dettagliate. I principi che possono essere identificati sarebbero, da un lato, sufficientemente generali da riflettere esigenze e obiettivi comuni a diversi settori e, dall'altro, abbastanza flessibili da consentire il loro adattamento e la loro specificazione in ciascuno dei contesti in cui sono destinati ad essere applicati.

Vi sono – almeno a nostro avviso, e come precisato in una nostra recente ricerca pubblicata dallo *European Banking Institute* – ragioni sufficienti per consolidare questi principi in una sorta di “Carta generale” (*Charter*) per la protezione degli utenti finanziari nella legislazione dell'UE, da applicarsi su base *cross-sectoral*. A questo progetto stanno attualmente lavorando anche due importanti istituzioni scientifico-accademiche: la *Association européenne de droit bancaire et financier* (AEDBF) e lo *European Banking Insti-*

*tute* di Francoforte (EBI).

Il *Charter* non si porrebbe lo scopo di superare le legislazioni settoriali e specifiche, che rimangono necessarie a causa dei diversi approcci e obiettivi da raggiungere in ogni contesto (come evocato nei paragrafi precedenti), ma individuerebbe standard di ampia portata validi per l'intera gamma di servizi, prodotti e attività finanziarie. Esso contribuirebbe a ridurre le incoerenze e le differenze non giustificabili tra i diversi settori, che generano inutili costi di *compliance*, e lasciano lo spazio a sottili, ma pericolose, incertezze interpretative, a rischi di riqualficazione dei contratti, allo spettro delle sanzioni, anche civilistiche, costruite su argomenti più formali che non sostanziali.

L'utilità del *Charter* è tutt'altro che teorica.

In primo luogo, all'interno di ciascun silos normativo, il *Charter* potrebbe rivelarsi utile per orientare e plasmare l'azione di regolatori, autorità di vigilanza e tribunali nel sostenere l'interpretazione e l'applicazione della legislazione UE nei suoi diversi settori, colmandone le lacune e sostenendo l'applicazione uniforme dei suoi principi fondamentali.

In secondo luogo, il *Charter* potrebbe essere utile per sostenere la convergenza della vigilanza tra diversi mercati, prodotti e attori che si stanno sempre più sovrapponendo e intrecciando.

In terzo luogo, il *Charter* avrebbe un forte impatto “politico”, declinando, in un documento di alto profilo, i “valori fondamentali” che il diritto finanziario dell'Unione Europea protegge e persegue, a beneficio del buon funzionamento e della sicurezza del proprio mercato finanziario.

Ci troviamo in un momento in cui la legislazione finanziaria dell'UE è, per molti aspetti, a un punto di svolta. Con l'emergere di nuovi valori e obiettivi (ESG), in un uno con le pressioni esercitate dalle nuove tecnologie (DLT e intelligenza artificiale), il tradizionale approccio a silos mostra sempre più carenze e richiede di affrontare, con urgenza, il problema di assicurare una maggior uniformità intersettoriale.

I tempi, quindi, sono maturi per sostenere in modo più incisivo questo processo, costruendo un dialogo ad ampio raggio tra mercato, studiosi e regolatori, al fine di definire una Carta comune per la salvaguardia dei diritti degli utenti finanziari in tutta l'Unione, con un alto valore e significato politico, a beneficio di tutti gli attori del mercato.

# Cosa sta succedendo alle quote di srl?

di Raffaele Lener

**1.** Da un po' di tempo si assiste a tentativi, più o meno fantasiosi, di *dematerializzare* le quote di s.r.l. per farne strumenti finanziari negoziabili, anche nei mercati regolamentati.

Questi tentativi trovano, però, ostacolo insormontabile nell'art. 2468, comma 1, cod. civ., là dove vieta che le quote possano essere rappresentate da azioni e costituire oggetto di offerta al pubblico; con la conseguenza di impedirne la *standardizzazione* e l'emissione in serie, caratteristiche tipiche degli strumenti destinati alla circolazione.

Qualcuno ha anche proposto di costruire una sorta di "documentazione crittografica" a supporto delle quote, ipotizzando una *tokenizzazione*, a servizio delle c.d. DAO [cfr. LENER e FURNARI in *Riv. dir. priv.*, 2022]. Ma, anche qui ci si è dovuti ben presto fermare, non potendo appunto le quote di s.r.l. essere rappresentate da *token* aventi funzione di *titoli rappresentativi atti a circolare*. Si potrebbero al massimo creare sistemi che *velocizzano* i procedimenti di circolazione delle quote, ben sapendo, però, che i *token* che potrebbero essere scambiati sarebbero solo strumenti di "comunicazione" dell'intenzione di trasferire la propria partecipazione sociale e non potrebbero essere considerati *equivalenti* a quote della società.

Il legislatore, peraltro, è già intervenuto, costruendo un metodo alternativo di rappresentazione di partecipazioni di s.r.l., con l'art. 100-ter TUF. Siffatto metodo alternativo si basa su un meccanismo di intestazione delle quote in capo a un intermediario autorizzato, che ne permette il trasferimento "*mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario*". La norma, espressamente derogatrice dell'art. 2468, è però limitata alle piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l., e soprattutto alle sole ipotesi in cui sia stata promossa una raccolta di capitali in forma di *equity crowdfunding*.

Se non c'è PMI, né offerta a mezzo portali, non si può ricorrere al meccanismo del 100-ter, potendosi quindi solo prevedere forme di intestazione fiduciaria analoghe a quelle adottate nel sistema Monte Titoli prima della legge del 1986.

**2.** In questo frastagliato panorama è ora intervenuto il c.d. *D.d.L. Capitali* (atto Senato n. 67), che reca un art. 3, rubricato "dematerializzazione delle quote di PMI", il quale apre per la prima volta alla possibilità per le quote di s.r.l., che si qualificano come *startup* innovative o PMI, di accedere al sistema della gestione accentrata ai sensi dell'art. 83-bis e ss. TUF.

Più nel dettaglio, nella sua formulazione attuale, la norma introduce nell'articolo 26 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, i commi da 2-bis a 2-quater, ai sensi dei quali «*le quote appartenenti alle categorie del comma 2 [ossia le c.d. "categorie" di quote di partecipazione, ordinarie e speciali], aventi eguale valore e conferenti uguali diritti, delle società di cui al medesimo comma, possono esistere in forma scritturale ai sensi di quanto previsto dall'articolo 83-bis del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*».

Inoltre, l'art. 3 del D.d.L. "Capitali" prevede anche che il ricordato regime di dematerializzazione "impropria" delle quote di S.r.l. che hanno promosso raccolte di *crowdfunding* sia da considerarsi regime alternativo *anche* alla dematerializzazione "propria" introdotta dal nuovo comma 2-bis dell'articolo 26, D.L. 179/2012. In sostanza, l'art. 3 del D.d.L. "Capitali" *introduce* nel sistema della dematerializzazione anche le quote di s.r.l., purché siano o "startup innovative" (di cui all'art. 25, comma 2, D.L. 179/2012) o, ancora una volta, PMI.

**3.** In questi termini, le nuove norme sembrano fornire argomenti forti, se non decisivi, a coloro che, da qualche tempo, sostengono che le quote di s.r.l. ormai rientrano nella categoria dei "*valori mobiliari*", costituendo, dunque, una nuova fattispecie di "*strumento finanziario*".

In effetti, al di là del divieto di cui all'art. 2468 c.c. (che, ancora una volta, non viene rimosso, ma derogato), l'accesso al sistema della dematerializzazione (e la "*standardizzazione*" della partecipazione che ciò comporta) rende la quota di s.r.l. (o almeno la quota appartenente alla categoria dematerializzata) astrattamente "*negoziabile nei mercati di capitali*".

La "*negoziabilità*" (intesa sia in termini di negoziabilità in concreto, sia in termini di assenza di vincoli legali o convenzionali alla circolazione) è certamente un carattere essenziale della categoria dei valori mobiliari. Categoria, come ben noto, *aperta*, tanto nella formulazione dell'art. 1, comma 1-bis, TUF, quanto nella formulazione dell'art. 4, par. 1, n. 44, della "MiFID II".

Certo, con riferimento alle azioni, la definizione di valore mobiliare menziona espressamente i "*titoli*" che siano "*equivalenti alle azioni*", con la potenziale esclusione di partecipazioni non incorporabili in un titolo di credito. Ma sarebbe lettura eccessivamente formalistica e destinata nel breve a essere superata. Che senso avrebbe oramai tenere fuori altri strumenti rappresentativi di partecipazioni al capitale di rischio che possono accedere al regime di dematerializzazione presso un depositario centrale?

**4.** In questo senso si sta chiaramente orientando anche il dibattito parlamentare relativo alla conversione in legge del D.L. 17 marzo 2023, n. 25, in materia di emissione e circolazione di "*determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech*"; altro provvedimento un po' sbilenco che ha adeguato l'ordinamento italiano al Regolamento "*DLT pilot regime*", introducendo le prime ed essenziali norme per consentire ai gestori delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di mercato (*i.e.*, CSD e controparti centrali) di procedere alla conversione tecnologica dei propri mercati e delle relative infrastrutture verso tecnologie e sistemi di gestione basati sulla *Distributed Ledger Technology*.

In particolare, un emendamento (n. 28.100, di recente approvato dalla Commissione Finanze e Tesoro del Senato) attribuisce

alla Consob il potere di *“includere nell’ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile”*.

Ove la Consob decidesse di estendere l’ambito di operatività del D.L. 25/2023 (e della definizione di *“strumenti finanziari digitali”* in esso contenuta) alle quote di s.r.l. iscritte in un *“registro per la circolazione digitale”* e ammesse alle negoziazioni su un MTF DLT (ossia la sede appositamente introdotta dal D.L. 25/2023 per la negoziazione di *“strumenti finanziari digitali”*), queste dovrebbero qualificarsi come *“strumenti finanziari digitali”*. Ciò, peraltro, con l’ulteriore conseguenza che, derogando, *inter alia*, ai divieti di cui all’art. 2468, le quote di s.r.l. incluse in un *“registro per la circolazione digitale”* e negoziate in un *“MTF DLT”* sarebbero sì *“strumenti finanziari digitali”*, ma diverrebbero formalmente e sostanzialmente anche *negoziabili* proprio in virtù della deroga.

Così, le quote di s.r.l. aventi forma di *“strumenti finanziari digitali”* a maggior ragione potrebbero rientrare nella categoria dei valori mobiliari.

5. Dal sistema di dematerializzazione sono escluse, come detto, le *“grandi s.r.l.”* (quelle che superano i requisiti dimensionali previsti per le *start-up* innovative e per le PMI). Che senso ha? L’accesso (quand’anche volontario) al regime di dematerializzazione comporta per l’emittente un considerevole aumento degli oneri di trasparenza informativa e un conseguente inasprimento dei requisiti (e dei *fabbisogni*) organizzativi.

A me sembra che le piccole *start-up* innovative o le PMI dovrebbero affrontare uno sforzo organizzativo probabilmente spro-

porzionato rispetto alle loro capacità effettive. E comunque perché precludere la possibilità alle s.r.l. più grandi di aprirsi al mercato e di reperire il capitale di rischio di cui hanno bisogno?

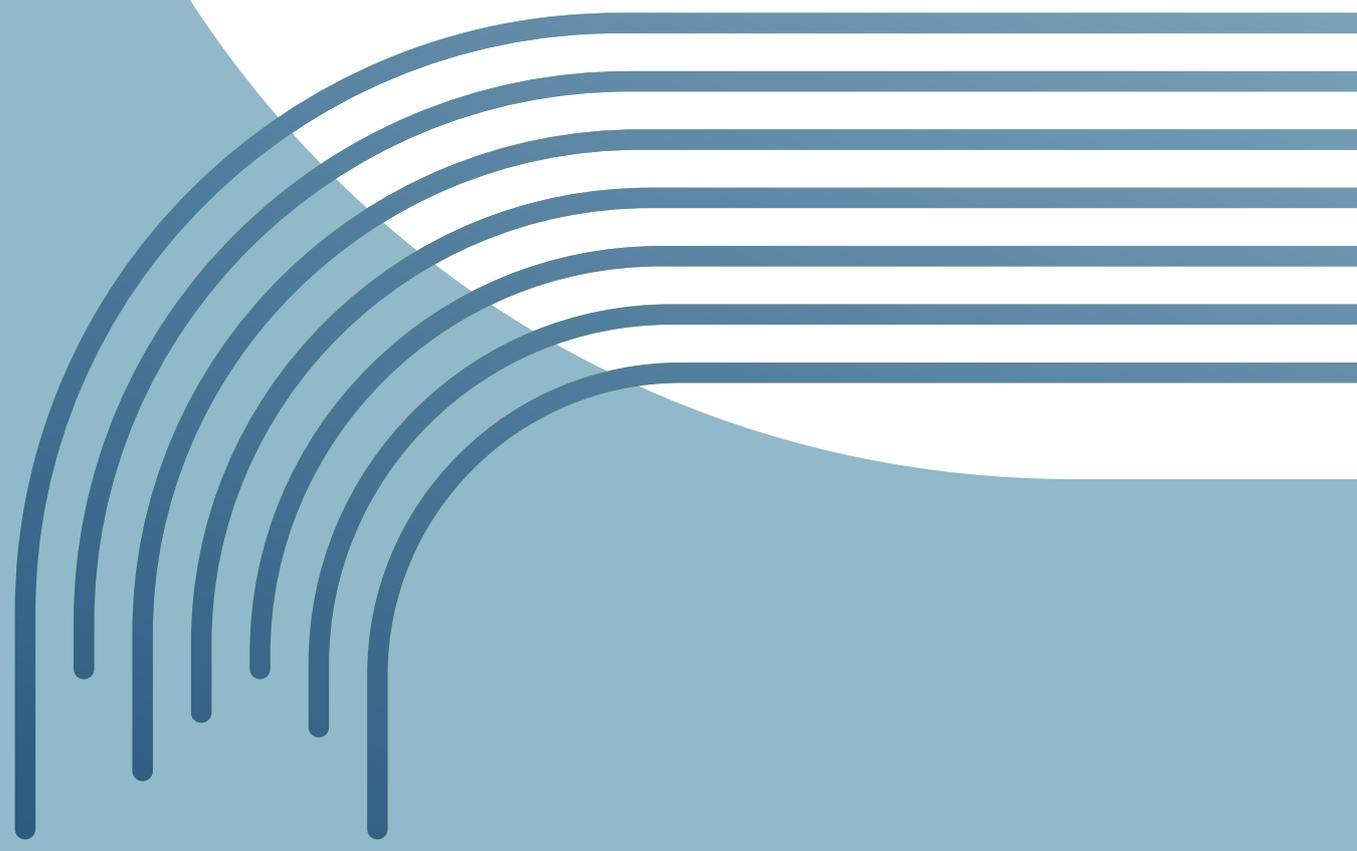
6. Non appare opportuna neanche la scelta di consentire alle s.r.l. che accedono (sia pure volontariamente) al sistema di dematerializzazione di mantenere un regime di *“doppio binario circolatorio”*, analogo a quello già disciplinato dall’art. 100-ter, comma 2, TUF, in virtù del quale le quote *“non emesse in forma scritturale”* continuano a esistere e a circolare secondo il regime cui erano originariamente soggette.

La norma fa – per vero ambigualmente – riferimento alle quote appartenenti ad *altre categorie*, ma non chiarisce esplicitamente: (i) se l’accesso alla dematerializzazione *“propria”* consenta il mantenimento di un diverso *“regime circolatorio”* soltanto per le quote appartenenti a categorie che non sono state ammesse al sistema; o (ii) se, come già accade con la dematerializzazione *“impropria”* ex art. 100-ter TUF, le quote emesse prima dell’ammissione al sistema restano *sottratte* al regime di circolazione *scritturale* e sono, dunque, soggette al regime ordinario (potendo, perciò, essere unicamente cedute mediante scrittura privata autenticata, successivamente registrata nel Registro delle Imprese).

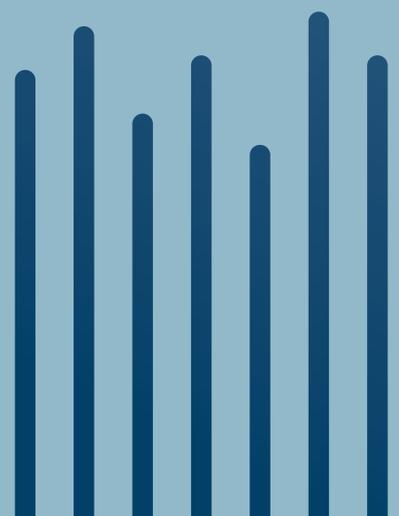
Il mantenimento di un *“doppio binario circolatorio”*, analogo a quello previsto dall’art. 100-ter TUF, mortificherebbe, infatti, la portata innovativa della norma e graverebbe il *“piccolo”* emittente di oneri pesanti.

Il rischio è l’insuccesso di questa innovazione, esattamente come accaduto con il regime introdotto dall’art. 100-ter.

Amesso che ci sia veramente interesse per *dematerializzare* e gestire in forma accentrata le quote, è ragionevole che ciò avvenga per *tutte* le s.r.l. e per l’intera *categoria* di quote interessate. Altrimenti, è sforzo inutile.

A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page and curve towards the right, eventually becoming horizontal. The background is a light blue gradient.

**Novità  
Normative**

A decorative graphic consisting of several vertical lines in a dark blue color. The lines are of varying heights and are positioned in the bottom left corner of the page.

**Novità  
Normative**



# Operatori di finanza etica e sostenibile

## (Decreto MEF 4 ottobre 2022, n. 209)

di Federico Riganti

### 1. Premessa

Con Decreto 4 ottobre 2022, n. 209 (il Decreto) – pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del 21 gennaio 2023 e in vigore da inizio febbraio 2023 – il Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) ha dato attuazione, senza troppo discostarsene, all’art. 111 *bis* del Testo Unico Bancario (TUB), recante la disciplina degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile.

La previsione in questione giunge al termine di un lungo periodo di preparazione e delinea, oggi, quella che a ben donde parrebbe configurarsi quale categoria “nuova” nell’universo bancario-finanziario.

Il *set* di regole concentrate nel Decreto per un verso ha il merito di precisare, con più attenzione, i contenuti di una previsione generale del TUB, altrimenti relegata a mera “cornice” in cerca di un contenuto (ora maggiormente precisato, con tanto di correlata agevolazione fiscale); per l’altro verso, traduce invece alcune richieste che, ancor più in quanto relazionate a temi senza dubbio sfuggenti quale è quello del comportamento “eticamente corretto” degli operatori, suggeriscono di procedere con cautela e con un più approfondito esame della materia nel suo complesso.

Quanto precede, tenendo inoltre a mente il generalizzato e spesso acritico *favor* regolamentare nei confronti di un argomento – quello della sostenibilità – in relazione al quale è ancora in verità complicato individuare precisi confini e dunque allocare con la dovuta attenzione particolari doveri, poteri e responsabilità.

### 2. Ambito soggettivo e finalità

È necessario evidenziare che il Decreto delinea la categoria di operatori bancari individuandola tra le banche (senza altra specificazione) capaci di conformarsi alla disciplina dettata dal MEF, nel più ampio contesto delineato dal TUB.

A fronte di un tale – (molto) ampio – inquadramento di sistema, il Decreto precisa poi la sua duplice finalità, consistente nella individuazione (i) dei requisiti ai quali gli operatori bancari conformano la propria organizzazione e la propria attività per assumere, previa attestazione della rispettiva esistenza, la qualifica di operatori bancari di finanza etica e sostenibile; e (ii) della procedura per la richiesta e per il riconoscimento dei benefici fiscali legati – in senso incentivante – all’adozione della qualifica in questione.

### 3. Requisiti

Al fine di rientrare nella categoria di operatore bancario di finanza etica e sostenibile l’operatore deve soddisfare – supportando i relativi risultati da apposita certificazione terza e indipendente – tutti i requisiti di cui all’art. 3 del Decreto.

Tra questi, alcuni richiedono particolare attenzione, in quanto capaci di suscitare più di un dubbio applicativo tra gli attori del mercato, intenti a comprendere – al di là di un più ampio invito ad adottare un approccio “corretto” al *business* bancario – le modalità pratiche attraverso cui addivenire ai vantaggi collegati all’otteni-

mento della qualifica in oggetto.

In un tale contesto, ai sensi del Decreto sono operatori bancari di finanza etica e sostenibile le banche che, *inter alia*, (i) concedono finanziamenti a persone giuridiche solo dopo aver provveduto, attraverso apposite procedure interne, alla positiva valutazione dell’impatto socio-ambientale del finanziamento e dei soggetti finanziati secondo *standard* di *rating* etico internazionalmente riconosciuti (precisandosi che, in ogni caso, non sono conformi a *standard* di *rating* etico internazionalmente riconosciuti i finanziamenti a favore di persone giuridiche che, nell’ambito della propria attività, consumano energia esclusivamente da fonti non rinnovabili); (ii) rendono pubblici i finanziamenti alle persone giuridiche e i criteri utilizzati per la loro erogazione, mediante apposita relazione annuale; (iii) erogano almeno il 20% dei finanziamenti, come risultanti dall’ultimo bilancio approvato, a favore dei soggetti iscritti nel Registro unico nazionale del terzo settore; (iv) non distribuiscono, neanche indirettamente, utili e avanzi di gestione, nonché riserve di utili comunque denominate ai partecipanti al capitale, ai titolari di strumenti finanziari partecipativi di cui all’articolo 2346, sesto comma, del codice civile e al personale (*ndr.* il divieto di distribuzione di utili e riserve di utili opera anche nei casi di recesso stabiliti dalla legge; gli utili sono reinvestiti nell’attività propria della banca); (v) adottano un sistema di governo societario e un modello organizzativo nel rispetto delle prescrizioni seguenti: a) numero di soci non inferiore a duecento; b) divieto di esercitare il diritto al voto, ad alcun titolo, per un quantitativo di azioni superiore al 10 per cento del capitale sociale avente diritto al voto; c) meccanismi idonei a favorire la partecipazione dei soci in assemblea, inclusa la possibilità di esprimere il voto per corrispondenza o mediante altri mezzi di voto a distanza; d) forme consultive di coinvolgimento dei soggetti interessati, quali soci o altri finanziatori, circa le linee di indirizzo della banca in materia di politiche di finanza etica e sostenibile; (vi) adottano politiche retributive idonee ad assicurare il raggiungimento di predeterminati obiettivi.

I requisiti, come evidente, sono molteplici e talvolta di difficile attuazione pratica a fronte della relativa ampiezza; ampiezza che riguarda non solo il tema (a ben vedere rischioso e non ancora cristallizzato) degli *standard* etici e – più in generale – della c.d. *sustainable corporate governance*, ma che si estende anche a non meglio precisate (ma di sicuro complesse nel mercato di riferimento) forme di dialogo con azionisti e *stakeholders* (ma come? E quali?).

Peraltro dovendosi ricordare che, a tali ampie e generiche aspettative, fanno da contraltare disposizioni di dettaglio invece a tal punto stringenti da legittimare quantomeno un dubbio circa la reale coerenza tra le richieste del Decreto e quelle della vigilanza prudenziale (si pensi all’obbligo di erogare almeno una percentuale di finanziamento, a prescindere da una più attenta valutazione del rischio, a determinati soggetti), nonché in relazione all’effettiva appetibilità sul mercato di società bancarie tuttavia tenute per legge a non distribuire utili.

#### 4. Agevolazione fiscale

Come anticipato, la disciplina in questione offre agli operatori “virtuosi”, in quanto etici e sostenibili, una specifica agevolazione fiscale: infatti, ai sensi e secondo le limitazioni dell’art. 4 del Decreto, una quota pari al 75% dell’utile dell’esercizio degli operatori bancari di finanza etica e sostenibile non concorre a formare il reddito imponibile ai fini delle imposte sul reddito se destinato a riserva legale o ad apposita riserva non distribuibile in sede di approvazione del bilancio dell’esercizio in cui detti utili sono stati conseguiti.

La previsione è senza dubbio incentivante e destinata a durare, sebbene in un contesto detto ricco di nobili aspettative ma ancora povero di elementi di dettaglio seriamente capaci di renderlo effettivamente operativo.

# Esma, *Artificial Intelligence in EU Securities Markets* 1 febbraio 2023 (ESMA50-164-6247)

di Giulia Schneider

## 1. Introduzione: oggetto e metodologia del report ESMA sull'intelligenza artificiale nei mercati mobiliari europei

Il 1 febbraio 2023, l'ESMA ha pubblicato un rapporto volto a tracciare il quadro sull'utilizzo dell'intelligenza artificiale nei mercati mobiliari europei (*Artificial Intelligence in EU Securities Markets*) e sui connessi rischi. Il rapporto è stato redatto sulla base dei risultati di interviste ad operatori di mercato, di questionari scritti, di un seminario con più stakeholders, e di una ricognizione della letteratura scientifica in materia. L'ESMA ha inoltre condotto un'analisi sostanziale dei dati tramite l'uso di tecniche di text mining per verificare l'utilizzo di sistemi di IA nel contesto dei mercati mobiliari.

In via generale, il rapporto muove dal riconoscimento del crescente interesse da parte delle istituzioni finanziarie a strumenti di intelligenza artificiale, per indagare quali siano i casi d'uso in cui l'impiego di simili tecnologie generi valore. Il rapporto mette infatti in rilievo i rischi per le imprese, i clienti e la stabilità e l'integrità dei mercati, derivanti dalla trasformazione in senso automatizzato dei servizi finanziari.

A tal fine, l'ESMA si concentra in particolare sull'uso di strumenti di IA per lo svolgimento di attività di *asset management*, di *trading*, di *rating* e di consulenza.

## 2. L'uso dell'IA nell'*asset management*

Il report sottolinea la crescita di interesse per l'uso dell'intelligenza artificiale nel contesto dei servizi di gestione dei portafogli, ove vengono già impiegati strumenti classificabili, in senso lato, come intelligenza artificiale. Si tratta di sistemi impiegati per ottimizzare la costruzione del portafoglio o per delineare strategie di investimento.

Si segnala che un numero sempre maggiore di fondi utilizza l'IA per estrarre in via quasi interamente automatizzata, ossia con una minima supervisione umana, informazioni da nutriti database numerici e testuali. Le tecniche esatte applicate variano da operatore a operatore e diverso è anche il grado di integrazione degli output generati dall'IA nelle decisioni di investimento. Interessante è il dato che attesta la reticenza dei fondi di investimento a pubblicizzare l'uso di sistemi di intelligenza artificiale. Ciò può spiegarsi in ragione delle persistenti lacune in punto di trasparenza relative a strumenti di IA "*black box*", nonché dell'assenza di un chiaro regime di responsabilità per gli eventuali danni da questi discendenti. Questi aspetti ancora irrisolti del quadro regolatorio in materia di intelligenza artificiale generano rischi reputazionali che gli asset manager intendono evitare.

Inoltre, si evidenzia la mancanza di una certa definizione giuridica certa di intelligenza artificiale, nonché di norme che disciplinano le modalità, e i limiti, di integrazione di sistemi di intelligenza artificiale nel processo decisionale umano. A riguardo, gli operatori

di settore concordano che i risultati migliori si ottengono quando l'intelligenza artificiale è combinata con il raziocinio umano, non essendosi per questo aperto, nel settore dell'*asset management*, ad un processo decisionale interamente governato dall'intelligenza artificiale, senza supervisione umana.

Per quanto concerne i *robo-advisor*, ossia software che producono portafogli in base alla propensione del rischio degli investitori, il rapporto dell'ESMA osserva come non vi sia stato, negli ultimi anni, un aumento nell'impiego di simili sistemi.

La natura più sofisticata di tali sistemi incide difatti negativamente sul grado di spiegabilità relativo agli output resi, con il connesso rischio di violazione della normativa di cui al GDPR, che richiede informazioni sulla logica relativa a una decisione algoritmica. Oltre le ragioni di compliance, la mancanza di trasparenza, a monte, la fiducia degli investitori.

## 3. L'uso dell'IA nel *trading*

Nel campo del *trading*, il report segnala come numerose imprese stiano sperimentando l'impiego dell'intelligenza artificiale nelle fasi antecedenti alla negoziazione vera e propria (c.d. *pre-trading*).

Nella fase antecedente alla negoziazione, gli investitori si affidano a i modelli di IA per analizzare i segnali dei prezzi degli asset e identificare le opportunità di investimento. Le indicazioni offerte dalla macchina nel *pre-trading* sono revisionate dai decisori umani oppure confluiscono, previa supervisione umana, nei sistemi di *high frequency trading*.

Sebbene la maggior parte del *trading* algoritmico effettuato da banche e operatori non bancari si basi ancora su modelli statistici, i dati raccolti indicano che molte grandi società di *trading* hanno già integrato i propri sistemi con modelli di machine learning.

Inoltre, il rapporto evidenzia un nuovo promettente ambito di applicazione dell'IA nella fissazione del prezzo delle transazioni di prestito titoli, che altrimenti richiedono ai prestatori di servizio di rispondere a migliaia di richieste giornaliere riguardanti l'inventario di titoli disponibili per le vendite allo scoperto. Per alleviare questa sfida, i prestatori stanno utilizzando l'IA per stabilire i prezzi ottimali per il prestito titoli e prevedere quali titoli si trasformeranno in titoli "difficili da prendere a prestito".

La stima accurata dell'impatto sul mercato di un titolo è un'attività critica ma notoriamente complessa. Il rapporto spiega come l'IA venga utilizzata da gruppi come i *broker* e i fondi pensione e *hedge fund* per ridurre al minimo l'impatto sul mercato e, di conseguenza, i costi delle transazioni. A riguardo, l'ESMA sottolinea l'urgenza di una verifica da parte degli operatori che fanno ricorso a strumenti di intelligenza artificiale riguardo alla integrazione della regola della migliore esecuzione ex Mifid II nei modelli di IA impiegati e alla predisposizione di una documentazione adeguata in tal senso.

In via generale, le imprese di investimento fanno un ricorso minore a strumenti di intelligenza artificiale nelle fasi successive alla negoziazione (*post-trading*): in particolare, non sembrano attualmente fare uso di strumenti automatizzati le controparti centrali e i depositari centrali.

Tra gli ostacoli all'impiego di sistemi di IA che questi soggetti incontrano vi sono i limiti derivanti da infrastrutture tecnologiche tradizionali e la percezione del limitato valore aggiuntivo che l'IA può apportare ai fini delle loro funzioni. Tuttavia, l'ESMA osserva che i dati relativi al successo o al fallimento di operazioni passate associate a un cliente, costituiscono un bacino prezioso per lo sviluppo, in futuro, di strumenti di intelligenza artificiale utili anche alle fasi del *post-trading*.

#### 4. L'uso dell'IA da parte di altri operatori

Infine, il report attesta l'apertura all'impiego di sistemi di IA da parte delle agenzie di *rating*. Tuttavia, allo stato attuale, le agenzie di *rating* creditizio fanno un uso limitato dell'IA. Sebbene poche società ne facciano attualmente ricorso per raccogliere ed elaborare i dataset sempre più abbondanti, la maggior parte ha dichiarato di aver avviato delle sperimentazioni per ampliarne l'ambito applicativo. Le agenzie di *rating* hanno dichiarato di essere interessate all'IA ma hanno anche rilevato che prima che il settore del *rating* possa sfruttarne a pieno le potenzialità occorre che le imprese finanziarie stesse adottino soluzioni digitali in grado di fornire dati digitali più affidabili e ed in via più tempestiva.

Al pari delle agenzie di *rating*, anche le società di consulenza hanno avviato progetti pilota in ambito di intelligenza artificiale.

In generale, l'ESMA ha riscontrato che una parte delle società di consulenza utilizza l'IA per reperire, sintetizzare ed elaborare le informazioni da fornire agli investitori istituzionali. Si attesta anche che la crescente domanda di analisi ESG sta guidando lo sviluppo di strumenti di IA in questo settore.

Oltre alle opportunità indubbiamente connesse all'impiego di sistemi di IA nel contesto dei mercati mobiliari, l'ESMA evidenzia

i principali rischi che l'automatizzazione comporta per il medesimo settore. Tra questi, si ricordano i già citati rischi di oscurità algoritmica; rischi di concentrazione e di interconnessione, che a loro volta si pongono a pregiudizio della stabilità del sistema; rischi operativi; rischi di qualità dei dati.

Sebbene l'ESMA riconosca che molti di questi rischi non sono intrinseci all'IA, essi tendono ad essere amplificati nei sistemi di IA, che "operano tipicamente su scala, complessità e automazione maggiori rispetto agli strumenti statistici tradizionali". Si osserva come la distribuzione del rischio sia percepito diversamente a seconda del tipo di operatori finanziari. Le agenzie di *rating* creditizio, ad esempio, hanno posto particolare enfasi sul rischio di qualità dei dati, sul rischio operativo, sui rischi etici, in particolare rispetto all'affidabilità dei modelli impiegati (*trustworthy AI*). Alla luce di questi dati, l'ESMA ritiene che gli approcci alla gestione dell'IA e i sistemi dei controlli interni debbano essere adattati al contesto aziendale specifico di ciascuna impresa.

Il report sottolinea inoltre che, se l'impiego dell'IA nei mercati mobiliari dovesse aumentare, i rischi identificati potrebbero aggravarsi fino a interessare l'intero mercato europeo dei titoli. Ad esempio, il numero ridotto di fornitori di IA potrebbe causare una concentrazione del mercato, amplificando i rischi sistemici derivanti dal fatto che la maggior parte dei partecipanti al mercato utilizza le stesse strategie di investimento o quantomeno strategie simili.

In definitiva, questi ultimi dati dell'ESMA confermano che l'utilizzo dell'IA sta gradualmente aumentando nel mercato dei valori mobiliari dell'UE e che, a condizione dell'elaborazione di strategie di gestione responsabile dei sistemi considerati, l'IA può portare benefici sia alle singole imprese sia al mercato dei valori mobiliari dell'UE nel suo complesso. Affinché i mercati europei possano massimizzare le opportunità offerte dall'IA è tuttavia necessaria l'adozione di un approccio sistematico all'identificazione e alla mitigazione dei rischi nell'intero ciclo di vita dell'IA; approccio che deve orientare anche la supervisione dell'IA nei mercati regolati.

# Novità in materia di MiFID II e MiFIR

di Michele Corgatelli

## 1. Recepimento della Direttiva *Quick Fix*

Con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 31, cambia la modalità standard attraverso cui banche ed intermediari finanziari forniscono informazioni e comunicazioni in tema di servizi d'investimento. Grazie al recepimento della Direttiva 2021/338 (c.d. Direttiva *Quick Fix*), infatti, si passa dal formato cartaceo – previsto nell'impianto originario dalla MiFID II – al formato elettronico, “*al fine di facilitare la comunicazione tra le imprese di investimento e i loro clienti e, di conseguenza, facilitare il processo di investimento stesso*” (considerando n. 10 della Direttiva), rimuovendo così oneri burocratici non necessari.

Ai sensi del nuovo decreto, i soggetti abilitati alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento devono comunicare ai clienti al dettaglio – che oggi ricevono l'informativa su supporto cartaceo – che tali informazioni possono continuare ad essere fornite su carta oppure in formato elettronico, e che il passaggio a quest'ultima modalità avverrà in via automatica qualora, entro il termine di otto settimane dal ricevimento della comunicazione, non richiedano la prosecuzione della fornitura delle informazioni su carta.

Tra le novità apportate dal decreto si segnala poi l'introduzione, nel Testo unico della finanza (TUF), della definizione di clausola “*make-whole*” quale quella diretta a tutelare l'investitore garantendo che, in caso di rimborso anticipato di un'obbligazione, l'emittente sia tenuto a versare al detentore dell'obbligazione un importo pari alla somma del valore attuale netto delle cedole residue fino alla scadenza e del valore nominale dell'obbligazione da rimborsare. Notando che le obbligazioni senza nessun altro derivato incorporato se non una clausola *make-whole* sono generalmente considerate prodotti semplici e sicuri, ammissibili per i clienti al dettaglio, la Direttiva *Quick Fix* ha rimosso i relativi requisiti in materia di *product governance*.

Sono stati ugualmente rimossi gli obblighi di *product governance* con riferimento agli strumenti finanziari commercializzati o distribuiti esclusivamente a controparti qualificate, esenzione, questa, giustificata dal fatto che le controparti qualificate già dispongono di una conoscenza sufficiente degli strumenti finanziari.

## 2. Orientamenti ESMA

Oltre all'aggiornamento delle Q&A in materia di trasparenza, pubblicato il 31 marzo 2023, ESMA ha reso disponibile la traduzione ufficiale in lingua italiana degli *Orientamenti relativi a taluni aspetti dei requisiti in materia di retribuzione* e degli *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza*, volti a garantire una corretta applicazione della disciplina MiFID II.

Il 27 marzo 2023 ESMA ha pubblicato poi le nuove linee guida recanti orientamenti in materia di *product governance*, che rappresentano uno dei principali presidi a tutela degli investitori predisposti da MiFID e MiFIR. Le linee guida si concentrano sui criteri

che produttori e distributori devono utilizzare per l'individuazione del potenziale mercato di riferimento, in particolare il tipo di investitori a cui il prodotto è destinato (*retail*, professionali ecc.), la conoscenza, l'esperienza, la capacità di sopportare le perdite e la tolleranza al rischio di chi investe, la compatibilità del profilo di rischio/rendimento del prodotto rispetto al mercato di riferimento, e gli obiettivi e le esigenze dei clienti, tra cui le loro preferenze di sostenibilità (su cui sono intervenuti i Regolamenti Delegati 2021/1253 e 1269 con la modifica ESG della disciplina MiFID, a cui hanno fatto seguito le relative linee guida pubblicate da ESMA il 23 settembre 2022).

## 3. MiFID III e trasparenza dei dati

Da ultimo, come è noto, l'intero complesso regolamentare MiFID e MiFIR è oggi oggetto di revisione da parte del legislatore europeo e, sul punto, il 2 marzo 2023 il Parlamento Europeo ha pubblicato la propria posizione proponendo emendamenti al testo presentato dalla Commissione.

La principale linea di intervento su cui si snoda la proposta è quella di creare una banca dati centralizzata o un sistema consolidato di pubblicazione così da permettere una maggiore trasparenza e disponibilità dei dati di mercato in tutta l'UE. Nel perimetro della proposta rientra però anche l'incoraggiamento della parità di condizioni tra le sedi di esecuzione, assicurando al contempo la competitività delle infrastrutture dell'Unione a livello internazionale.

# La proposta di direttiva europea sui *green claims* COM(2023) 166 final

di Giulia Schneider

## 1. Premessa

Il quadro in materia di finanza sostenibile è in rapida espansione e impone un ripensamento dell'organizzazione e della *governance* delle istituzioni finanziarie a più livelli. Nel gennaio 2023 sono entrati in vigore gli standard tecnici relativi alla SFDR, insieme alla direttiva in materia di *corporate sustainability reporting*. Nel frattempo, proseguono le indicazioni da parte della Commissione sull'attuazione del Regolamento Tassonomia, con particolare riguardo all'atto delegato in materia di clima, entrato anch'esso in vigore questo gennaio. La classificazione di cui al Regolamento Tassonomia rimane *benchmark* essenziale per la valutazione delle preferenze di sostenibilità dei clienti, attorno a cui ruotano gran parte dei nuovi requisiti di governance dei fattori di sostenibilità istituiti dagli atti delegati del 2021, primi tra tutti i requisiti in materia di POG ESG.

Sul versante della supervisione, alla torsione delle aspettative di vigilanza verso fattori di sostenibilità, corrisponde l'avvio di una riflessione da parte dell'EBA sulla integrazione dei rischi di sostenibilità nel quadro prudenziale. Un profilo a cui guardano, da ultimo, anche le ultime linee guida SREP.

Gli interventi regolatori tracciati richiedono alle istituzioni finanziarie l'attuazione di presidi per una gestione dei rischi ESG che non sia solo formalmente aderente ai dettati normativi posti, ma anche corretta sotto il profilo sostanziale, ossia autentica e non meramente declaratoria.

Uno studio della Commissione del 2020 ha rilevato che il 53,3% delle dichiarazioni di sostenibilità esaminate erano vaghe o fuorvianti, e il 40% prive di fondamento scientifico. Anche le numerose etichette "verdi" (ne sono state individuate circa 230) sono risultate scarsamente affidabili, con forte pregiudizio alla fiducia dei consumatori.

In questo contesto, il 22 marzo 2023 la Commissione ha pubblicato una proposta di direttiva su c.d. *green claims*.

La proposta contiene primi strumenti di contrasto al c.d. *greenwashing*, dichiarato come priorità anche da parte di Consob e Banca d'Italia, in linea con la *call for evidence on greenwashing* lanciata dalle ESAs nel novembre scorso.

La proposta richiede agli Stati membri di attuare norme che garantiscano che le dichiarazioni sulla sostenibilità dei prodotti o servizi messi in commercio siano fondate in evidenze empiriche e non siano distorte. La direttiva proposta è destinata a integrare la proposta della Commissione del marzo 2022 di modifica alla direttiva sulle pratiche commerciali sleali ("UCPD") e la direttiva sui diritti dei consumatori. Una volta adottata, la direttiva sui *green claims* sarebbe una *lex specialis* destinata a prevalere sulla direttiva UCPD in caso di conflitto.

## 2. Finalità e ambito soggettivo

La proposta di direttiva è volta a migliorare la qualità delle informazioni sulle caratteristiche ambientali dei prodotti e servizi resi, con il duplice obiettivo di tutelare la libertà di autodeterminazione dei consumatori e promuovere l'innovazione nei mercati dei prodotti verdi.

A tal fine la direttiva proposta istituisce norme relative alla fondatezza, comunicazione e verifica delle informazioni ambientali rese dalle imprese ai consumatori (b2c).

Rimangono pertanto escluse dall'ambito di applicazione della normativa le dichiarazioni ambientali per le quali la legislazione dell'Unione stabilisce norme specifiche, per quanto riguarda, in particolare, la valutazione o la misurazione degli impatti ambientali, ovvero le caratteristiche ambientali di prodotti o servizi resi. La direttiva proposta non si applica inoltre alle informazioni ambientali comunicate dalle imprese in conformità alle norme sulla rendicontazione societaria di sostenibilità ai sensi della direttiva UE 2022/2464 ("*business-to-business*"). Tuttavia, se le stesse informazioni ambientali fossero riproposte in un contesto "*business-to-consumer*", queste dovranno rispettare i requisiti della direttiva sui *green claims*.

## 3. Requisiti

La proposta direttiva sui *green claims* richiederà agli Stati membri di emanare normative nazionali che impongano alle imprese di comprovare le proprie dichiarazioni ambientali. Nel formulare tali dichiarazioni, le imprese dovranno indicare se la dichiarazione si riferisca a tutto o a parte del prodotto o servizio considerato e dovranno fondare le stesse dichiarazioni su evidenze scientifiche. Centrale è il requisito dell'accuratezza dell'informazione resa, con particolare riguardo al ciclo di vita del prodotto o servizio nonché alla catena del valore a questo associata; ed a tutti gli aspetti ambientali rilevanti per la valutazione delle proprietà ambientali oggetto delle dichiarazioni. Inoltre, è richiesta l'attenzione agli eventuali impatti ambientali dei prodotti e servizi messi in commercio, ad esempio in punto di impatto sui cambiamenti climatici o sulla biodiversità. Ulteriori requisiti riguardano le informazioni in materia di compensazione delle emissioni di gas a effetto serra.

Nel caso in cui venga fatta una dichiarazione di tipo comparativo, la stessa dovrà comprendere i dati e le informazioni utilizzate per valutare gli impatti, gli aspetti o le prestazioni ambientali di un prodotto o servizio oggetto dell'indicazione. In tal caso, la base informativa dovrà essere la stessa di quella impiegata in relazione ai prodotti o servizi concorrenti a cui si fa riferimento nella dichiarazione.

La veridicità delle dichiarazioni ambientali dovrà essere oggetto di verifica attraverso procedure che garantiscono l'indipendenza della revisione. A seguito delle verifiche svolte, il soggetto incari-

cato delle stesse dovrà rilasciare un certificato di conformità alla direttiva delle dichiarazioni ambientali o delle etichette verdi. Ai sensi della normativa proposta, lo svolgimento di siffatte procedure di audit è *condicio sine qua non* per la diffusione al pubblico delle informazioni ambientali.

La certificazione di conformità rilasciata dovrà essere riprodotta, anche sotto forma di link web, codice QR o equivalente, accanto alle informazioni rilasciate, unitamente alle informazioni sul soggetto che ha svolto la procedura di verifica.

#### **4. Enforcement**

In linea con le altre leggi dell'UE a tutela dei consumatori, la direttiva sui claims verdi sarà applicata dalle autorità competenti degli Stati membri. La direttiva stabilisce che le autorità competenti hanno il potere di: (i) richiedere a terzi di fornire qualsiasi informazione, dato o documento, al fine di accertare una violazione; avviare indagini o procedimenti di propria iniziativa per far cessare o vietare le violazioni della direttiva; (ii) richiedere ai commercianti di adottare rimedi adeguati ed efficaci e intraprendere azioni appropriate per far cessare le violazioni; e (iii) imporre provvedimenti ingiuntivi e/o sanzioni. Nel determinare le sanzioni, le autorità nazionali dovrebbero, ad esempio, prendere in considerazione "la natura, la gravità, la portata e la durata dell'infrazione" e "i benefici economici derivanti dall'infrazione da parte dei responsabili". Le sanzioni dovrebbero includere, tra l'altro: (i) sanzioni che privino i soggetti responsabili di qualsiasi beneficio economico derivante dalla realizzazione di una dichiarazione ecologica ingannevole o non comprovata; e (ii) la confisca del prodotto in questione o dei ricavi ottenuti. Le sanzioni pecuniarie potranno essere almeno pari al 4% del fatturato annuo totale dell'impresa nello Stato membro o negli Stati membri interessati.

Alla luce dell'attenzione riposta da parte delle autorità per la tutela dei diritti dei consumatori, e da ONG e gruppi di consumatori sul tema del *greenwashing*, la proposta di direttiva contiene anche disposizioni sulla gestione dei reclami. Si prevede infatti che le persone fisiche o giuridiche o le organizzazioni che, ai sensi del diritto comunitario o nazionale, sono considerate portatrici di un interesse legittimo abbiano il diritto di presentare reclami alle autorità competenti in merito a presunte violazioni della direttiva.

Come altre leggi dell'UE a tutela dei consumatori, anche la Direttiva sui green claims potrebbe dare origine ad azioni collettive ai sensi della recente Direttiva UE 2020/1828 sulle azioni rappresentative a tutela degli interessi collettivi dei consumatori.

# Disegno di legge che introduce interventi a sostegno della competitività dei capitali (DDL S. 674 – XIX Leg.)

di Michele Corgatelli

## 1. Introduzione

Una riforma organica della disciplina del mercato dei capitali italiano può finalmente dirsi in cantiere: l'11 aprile 2023 il Governo ha approvato un disegno di legge volto ad incentivare la quotazione delle società e a diffondere l'azionariato della Borsa italiana.

Il *fil rouge* delle proposte è la rimozione degli ostacoli di natura normativa e regolamentare specifici del contesto italiano che si riflettono in uno spiazzamento competitivo rispetto a mercati più dinamici dell'Unione Europea. Il complesso di norme ora al vaglio di Camera e Senato mira infatti a rendere più efficiente l'accesso e la permanenza delle imprese sulla borsa, a contrasto di quella condizione di cronico ritardo del mercato italiano già evidenziata nel Libro Verde pubblicato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze nel 2022.

## 2. PMI e mercato del capitale di rischio

Anzitutto, il disegno di legge presentato dal Governo estende la definizione di Piccole e Medie Imprese emittenti azioni quotate, includendo tutti gli emittenti con capitalizzazione di mercato inferiore al miliardo di euro.

Si propone poi una riforma della disciplina degli emittenti di strumenti finanziari diffusi, e un intervento volto a permettere la dematerializzazione di quote standardizzate di PMI-s.r.l., nell'ottica di ridurre i costi e gli oneri amministrativi legati al loro trasferimento. L'emissione in forma scritturale determinerà l'applicazione della disciplina in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione contenuta nel TUF, sicché con l'ingresso nel sistema di gestione accentrata, la quota di PMI-s.r.l. standardizzata sarà trattata allo stesso modo in cui sono gestiti gli altri strumenti finanziari immessi nel sistema.

Il disegno di legge intende inoltre modificare la disciplina non solo delle obbligazioni emesse da s.p.a., ma anche dei titoli di debito di s.r.l., al fine di incentivarne la sottoscrizione da parte di investitori professionali. In particolare, le s.p.a. potranno emettere obbligazioni per una somma complessivamente eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato, purché la sottoscrizione e la successiva circolazione sia riservata unicamente ad investitori professionali.

## 3. Semplificazione del collocamento

Il testo proposto contiene diverse misure volte a ridurre i tempi di approvazione del prospetto e a semplificare la procedura di ammissione alla quotazione.

In tema di prospetto si vuole anche eliminare la presunzione di colpa oggi in capo al responsabile del collocamento in un'offerta al pubblico, nel caso di informazioni false contenute nello stesso.

Inoltre, l'esenzione della disciplina delle offerte fuori sede verrà

ampliata a casi di auto-collocamento, in cui non sussiste una chiara esigenza di protezione dell'investitore. In particolare, ad essere esentata sarà: (i) l'offerta di strumenti finanziari di propria emissione per importi di sottoscrizione o acquisto superiori o uguali a 250 mila euro a eccezione dei collocamenti finalizzati all'ammissione alle negoziazioni su un mercato regolamentato o un sistema multilaterale di negoziazione; (ii) l'offerta di vendita o di sottoscrizione di azioni proprie con diritto di voto o di altri strumenti finanziari di propria emissione che permettano di acquisire o sottoscrivere tali azioni, purché emessi da emittenti con azioni o strumenti finanziari negoziati in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione.

## 4. Flessibilità in assemblea

Il disegno di legge interviene a favore degli aumenti di capitale, riproponendo, per un periodo provvisorio di due anni, il *quorum* agevolato – della maggioranza semplice in luogo dei due terzi – già disposto dal Decreto Semplificazioni a supporto delle operazioni di ricapitalizzazione nel periodo pandemico.

Sempre nel segno di una maggiore flessibilità, il limite massimo dei voti delle azioni a voto plurimo verrà poi innalzato da tre a dieci, fermo restando il divieto di emissione da parte delle società già quotate su un mercato regolamentato.

Quanto allo svolgimento delle assemblee delle s.p.a. quotate, si intende ammetterne lo svolgimento – qualora lo statuto lo preveda – esclusivamente per il tramite del rappresentante designato dalla società ex art. 135-*undecies* TUF.

Di particolare rilievo è infine la riforma della delega ai gestori di portafogli, oggi ammessa solo per singola assemblea: al fine di semplificare le modalità di rappresentanza per l'esercizio dei diritti di voto degli strumenti finanziari gestiti, si ammetterà la delega per più assemblee, modificando l'art. 24 TUF.

## 5. Poteri della CONSOB

L'ultima linea di intervento è quella che attiene ai poteri della CONSOB. Per le violazioni di competenza dell'Autorità, entro trenta giorni dalla notificazione della lettera di contestazione degli addebiti, il soggetto destinatario della stessa potrà presentare impegni tali da far venir meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto della contestazione. La previsione è stata proposta nell'ottica di addivenire a soluzioni negoziali delle vertenze in materia di mercati finanziari e ridurre quindi il contenzioso.

Il disegno di legge dispone poi che il terzo potrà agire direttamente contro l'autorità nel caso in cui abbia subito un danno risarcibile immediatamente e direttamente riconducibile alla mancata vigilanza dell'Autorità indipendente sul rispetto di leggi e regolamenti, come già riconosciuto dalla giurisprudenza in materia.

Viene infine soppressa la possibilità per la CONSOB di aumentare il flottante di una determinata società nell'ipotesi in cui un soggetto che detiene una partecipazione superiore al novanta per cento del capitale sia tenuto a ripristinare un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni.

## 6. Conclusioni

Il disegno di legge mira a favorire e incrementare lo sviluppo dei capitali e a canalizzare investimenti privati – *retail* e istituzionali, italiani e esteri – verso le imprese italiane. Di fondamentale importanza nell'*iter* legislativo sarà il corretto discernimento tra ciò che è un inutile ostacolo alla quotazione e perciò uno svantaggio competitivo del sistema borsistico italiano, e ciò che è invece un efficace presidio a tutela delle minoranze: occorre non dimenticare infatti che la competitività delle regole che disciplinano il mercato finanziario si misura anche con riguardo al livello di protezione garantito agli investitori.

# Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale e semplificazione *fintech*

## (Legge n. 52/2023)

di Riccardo Canossa

### 1. Premessa

Il Governo italiano ha recentemente emanato il Decreto-legge n. 25/2023 recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione *FinTech*, poi convertito nella Legge n. 52/2023, pubblicata in G.U. n. 112/2023 del 15 maggio (la “Legge”).

L'intervento è la risposta del legislatore nazionale al rinvio operato dal Regolamento europeo n. 858/2022 (il “Regolamento”), relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito. In qualità di regolamento, esso evidentemente non richiede – e non ammette – una norma di trasposizione nazionale, ma l'art. 18 – modificando la MiFID II – impone agli Stati membri di adottare e pubblicare le disposizioni necessarie per conformarsi alla nuova definizione di strumento finanziario indicata nella MiFID II, che, per l'appunto, include oggi espressamente anche gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito.

A ben vedere, si potrebbe dibattere dell'utilità di questa specificazione. Infatti, un'ossequiosa applicazione del principio di neutralità tecnologica vorrebbe che quegli elementi che hanno le caratteristiche di strumenti finanziari siano tali “automaticamente”, e indipendentemente dall'uso di tecnologie a registro distribuito.

Al netto di queste considerazioni, il legislatore italiano non si è limitato allo stretto adempimento del mandato esplicitato, ma ha ampliato significativamente la portata del proprio intervento.

### 2. La definizione di strumento finanziario digitale

Al Capo I, la Legge definisce come “strumenti finanziari digitali” (o “SFD”) alcuni strumenti finanziari emessi su un registro per la circolazione digitale, espressione con la quale si intende un “archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso”, ed è utilizzato per l'emissione di strumenti finanziari digitali.

In particolare, la Legge – fermo quanto previsto dal Regolamento – individua come strumenti soggetti al proprio ambito di applicazione: a) azioni; b) obbligazioni; c) titoli di debito emessi da s.r.l.; d) altri titoli di debito consentiti dall'ordinamento; e) ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani; f) strumenti del mercato monetario; g) azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani; h) ulteriori strumenti eventualmente individuati dalla Consob, anche in deroga alle disposizioni relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti.

Quest'ultima disposizione, che garantisce una certa flessibilità nell'applicazione potenziale della normativa, intende assegnare a un regolatore “di settore” la facoltà di valutare l'opportunità che altri strumenti, anche futuribili, siano sottoposti alle medesime regole di quelli già espressamente individuati.

### 3. Le regole sostanziali

Una volta individuato il proprio ambito di applicazione, la Legge sviluppa una disciplina organica di diversi aspetti connessi agli SFD.

Il Capo II, recante disposizioni comuni per l'emissione e la circolazione in forma digitale, stabilisce che esse sono eseguite attraverso scritturazioni su un registro per la circolazione digitale tenuto da un responsabile del registro o da altro soggetto individuato dall'art. 3, c. 1.

Tale registro deve assicurare l'integrità, l'autenticità, la non ripudiabilità, la non duplicabilità e la validità delle scritturazioni attestanti la titolarità e il trasferimento degli SFD e i relativi vincoli. Inoltre, deve consentire l'identificazione dei soggetti beneficiari del trasferimento, della quantità e della natura degli strumenti finanziari detenuti, nonché garantire l'accesso alla Consob e alla Banca d'Italia per l'esercizio delle rispettive funzioni.

La scritturazione su registro ha effetto sulle eccezioni opponibili, sui diritti d'intervento in assemblea, sull'esercizio del voto, sul pagamento di dividendi, interessi e rimborso del capitale, e sulla costituzione di vincoli, secondo quanto disposto dagli artt. 5-9.

Il Capo III si occupa della regolamentazione degli SFD non scritturati presso un sistema di regolamento DLT (“*Settlement System DLT*” o “SS DLT”) o un sistema di negoziazione e regolamento DLT (“*Trading and Settlement System DLT*” o “TSS DLT”), ove per il primo si intende un sistema di regolamento di operazioni in strumenti finanziari DLT, mentre per il secondo si intende un SS DLT che presta anche i servizi tipici di un sistema multilaterale di negoziazione DLT (“*Multilateral Trading Facility DLT*” o “MTF DLT”).

In questo caso, l'emissione di SFD è consentita esclusivamente su registri tenuti da responsabili iscritti nell'elenco tenuto dalla Consob, che può ammettere solo i soggetti individuati dall'art. 19, tra cui si annoverano banche, imprese di investimento e gestori del mercato, istituti di pagamento e di moneta elettronica, nonché gestori e imprese di assicurazione o riassicurazione.

Il responsabile di registro è soggetto agli obblighi di cui all'art. 23, tra cui spiccano i doveri di agire in modo trasparente, diligente e corretto, di impedire l'uso di SFD da parte di soggetti non legittimati, di garantire la continuità operativa e il ripristino delle attività, e di prevenire la perdita o la modifica indebita di dati e scritturazioni.

Il Capo IV dispone regole relative alla vigilanza sulla disciplina dell'emissione e della circolazione in forma digitale, attribuendo alla di Consob e alla Banca d'Italia il potere-dovere di vigilare sul rispetto di obblighi e requisiti applicabili ai responsabili del registro e della relativa disciplina di attuazione, secondo il riparto di competenze stabilito dall'art. 27.

Dopo alcune disposizioni relative all'applicazione del Regolamento (Capo V della Legge), il Capo V predispose il sistema sanzionatorio, che prevede sanzioni amministrative fino a euro 5 milioni, tra gli altri, per i responsabili di registro o i gestori SS DLT o TSS DLT che commettano le violazioni segnalate, e per gli emittenti abusivi di SFD.

# Il *Markets in Crypto-Assets Regulation* approvato da Parlamento e Consiglio Europeo

di Riccardo Canossa

## 1. Premessa

Nell'ormai lontano settembre 2020 la Commissione Europea pubblicava la proposta di regolamento *Markets in Crypto-Assets* ("MiCAR" o il "Regolamento"), volta a disciplinare uniformemente il mercato delle cripto-attività nell'Unione.

Nel corso di questi – quasi – due anni, numerose sono state le modifiche apportate al Regolamento, il cui testo finale è stato recentemente approvato dal Parlamento e dal Consiglio Europeo, rispettivamente ad aprile e a maggio 2023.

L'entrata in vigore della tanto attesa normativa è prevista 18 mesi dopo la pubblicazione della stessa in Gazzetta Ufficiale UE.

## 2. Gli obiettivi del MiCAR

Coerentemente con le iniziative comunitarie in ambito di digitalizzazione, il legislatore europeo individua quattro obiettivi principali per il Regolamento: (i) la certezza del diritto, con la creazione di un quadro giuridico solido che definisca chiaramente il trattamento normativo di tutte le cripto-attività non disciplinate dalla legislazione vigente in materia di servizi finanziari; (ii) l'innovazione e la concorrenza leale, nel senso di non ostacolare l'implementazione e l'adozione di nuove tecnologie; (iii) la tutela degli investitori e l'integrità del mercato, considerato che, in assenza del Regolamento, molte cripto-attività sono escluse dalla legislazione finanziaria, pur presentando rischi analoghi agli strumenti tradizionali; (iv) la stabilità finanziaria, nella consapevolezza che alcuni *crypto-asset* presentano già rischi potenzialmente di natura sistemica.

## 3. L'ambito di applicazione: la nozione di cripto-attività

Fulcro centrale del MiCAR è la nozione di cripto-attività, definita all'art. 3 n. 5 come "una rappresentazione digitale di valore o di diritti che può essere trasferita e memorizzata elettronicamente, utilizzando tecnologie di registro distribuito o tecnologie simili".

Si nota che tale definizione è di per sé piuttosto ampia e si riempie di significato solo ove apprezzata "in negativo", tenendo conto delle esclusioni espressamente operate dall'art. 2. Tra queste, e solo a titolo esemplificativo, rilevano le cripto-attività uniche e non fungibili (i cc.dd. "*non-fungible tokens*", o "NFTs"), e quelle che ricadono nella definizione comunitaria di strumento finanziario, conseguentemente già soggette alla – più penetrante – disciplina MiFID II.

Sono, invece, *crypto-asset* tipici e dotati di specifica regolamentazione gli *asset-referenced token* ("ART" o "*token* collegati ad attività") e gli *e-money token* ("EMT" o "*token* di moneta elettronica"), entrambi appartenenti alla categoria degli *stablecoin*; e gli *utility token*, ossia quelle cripto-attività destinate esclusivamente a dare accesso a un bene o a un servizio fornito dall'emittente. Come è facilmente intuibile, un profilo estremamente delicato attiene alla tassonomia, non essendo semplice delineare il confine tra il concetto di strumento finanziario, di cripto-attività e di "non-cripto-attività".

## 4. Le regole per gli emittenti

Il Regolamento stabilisce regole diverse per emittenti diversi.

Per quanto riguarda gli *issuer* di ART, il Titolo III prevede l'obbligo di previa autorizzazione da parte dell'autorità nazionale competente dello Stato membro di stabilimento. Tra i requisiti della domanda di autorizzazione si annoverano, tra l'altro, l'indicazione del programma operativo, una descrizione del sistema di *governance*, l'identità (e la prova di buona reputazione) degli amministratori, e la pubblicazione di un *whitepaper*, una sorta di "prospetto informativo semplificato" indicante le informazioni specificate all'art. 19 del MiCAR. Nel corso della propria operatività, l'emittente è inoltre tenuto al mantenimento di una "*asset reserve*" a tutela dei detentori dei *token*.

Il Titolo IV, in via generale, riserva l'emissione di EMT agli enti creditizi e agli istituti di moneta elettronica autorizzati ai sensi della E-Money Directive (Direttiva 2009/110/CE), in considerazione del fatto che gli EMT, per espressa previsione normativa, sono considerati proprio alla stregua di moneta elettronica. Anche in questo caso è disposta la pubblicazione di un *whitepaper*, con le informazioni prescritte dall'art. 51.

Anche agli emittenti di cripto-attività diverse da ART e EMT (Titolo II), oltre al rispetto di requisiti di onorabilità, professionalità e reputazione, è richiesta la pubblicazione di un *whitepaper*, il quale, tuttavia, non dovrà (né potrà) essere approvato dall'autorità nazionale competente, ma solo notificato alla stessa.

## 5. Le regole per i prestatori di servizi per le cripto-attività

Il Titolo V del Regolamento è dedicato ai prestatori di servizi per le cripto-attività ("*Crypto-Assets Service Providers*" o "CASP").

Si tratta di quei soggetti che offrono uno tra i seguenti servizi che coinvolgono *crypto-asset*: custodia e amministrazione; gestione di una piattaforma di negoziazione; scambio (con fondi o altre cripto-attività); esecuzione di ordini per conto terzi; collocamento; trasferimento per conto terzi; ricezione e trasmissione di ordini; consulenza; gestione di portafogli.

Gli aspiranti CASP che non siano dotati di precedente autorizzazione ai sensi della normativa finanziaria comunitaria sono tenuti a ottenere un'autorizzazione da parte della competente autorità dello Stato membro di riferimento, secondo le modalità prescritte dall'art. 62 del Regolamento.

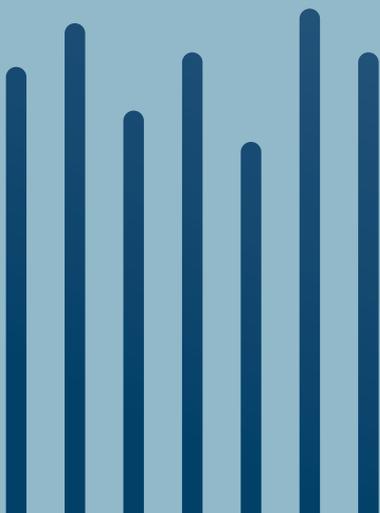
Per contro, determinati operatori che sono già abilitati alla prestazione di taluni servizi o all'esercizio di certe attività finanziarie possono avvalersi del meccanismo semplificato stabilito dall'art. 60, che crea un vero e proprio "sistema di equivalenze", alla luce del quale, per servizi e attività analoghi, è sufficiente una notifica all'autorità competente, senza che sia necessaria una nuova autorizzazione ai sensi del MiCAR.

Questa disposizione si spiega con ovvie ragioni di economia procedimentale, ma sconta il difetto non trascurabile di parificare, nella sostanza, situazioni differenti tra loro. Infatti, soggetti che sono stati sottoposti a scrutini di profondità diversa – e che quindi offrono gradi di tutela differenti agli investitori-consumatori – possono indistintamente prestare i medesimi servizi.





**Giurisprudenza**





a cura di Michele Corgatelli e Federico Riganti

**Cass. Civ., Sez. Unite, 23 febbraio 2023, n. 5657**

**Oggetto:** clausola c.d. di rischio cambio in un contratto di *leasing* e strumenti derivati impliciti.

*La clausola inserita in un contratto di leasing, la quale preveda che: a) la misura del canone varii in funzione sia delle variazioni di un indice finanziario, sia delle fluttuazioni del tasso di cambio tra la valuta domestica ed una valuta straniera; b) l'importo mensile del canone resti nominalmente invariato, e i rapporti di dare/avere tra le parti dipendenti dalle suddette fluttuazioni siano regolati a parte; non è un patto immeritevole ex art. 1322 c.c., né costituisce uno "strumento finanziario derivato" implicito, e la relativa pattuizione non è soggetta alle previsioni del d. lgs. 58/98.*

\*\*\*

**Cass. Pen., 7 marzo 2023, n. 9623**

**Oggetto:** ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza spettanti alle autorità pubbliche (art. 2638 c.c.).

*L'evento di ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza si realizza con l'impedimento in toto di detto esercizio ovvero con il frapporre al suo dispiegarsi difficoltà di considerevole spessore o con il determinarne un significativo rallentamento: difficoltà o rallentamento che devono dar corpo ad un effettivo e rilevante ostacolo alla funzione di vigilanza. Fuori da questi casi, il mero ritardo che non rechi effettivo e rilevante pregiudizio all'esercizio dell'attività di vigilanza non può essere sussunto nel paradigma punitivo delineato (massima redazionale).*

\*\*\*

**Cass. civ., 16 febbraio 2023, n. 4849**

**Oggetto:** insindacabilità nel merito delle decisioni degli amministratori da parte dell'autorità giudiziaria (*business judgment rule*).

*All'amministratore di una società non può essere imputato a titolo di responsabilità ex art. 2392 cc., di aver compiuto scelte inopportune dal punto di vista economico, atteso che una tale valutazione attiene alla discrezionalità imprenditoriale e può pertanto eventualmente rilevare come giusta causa di revoca dell'amministratore, non come fonte di responsabilità contrattuale nei confronti della società (massima redazionale).*

*Il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione (o le modalità e circostanze di tali scelte), anche se presentino profili di rilevante alea economica. In nessun caso, quindi, il giudice potrà sindacare il merito delle scelte imprenditoriali a meno che, se valutate ex ante, risultino manifestamente avventate ed imprudenti (massima redazionale).*

\*\*\*

**Cass. civ., 18 ottobre 2022, n. 30499**

**Oggetto:** responsabilità degli amministratori non esecutivi e del direttore generale in relazione a condotte illecite nell'ambito dell'attività di intermediazione finanziaria condotta dalla banca.

*Nell'ordinamento sezionale del credito, il dovere di agire infor-*

*mati si connota con caratteristiche di particolare incisività, perché si iscrive in una sfera di responsabilità dell'amministratore che non è soltanto quella, di natura contrattuale, di cui il medesimo è gravato nei confronti dei soci della società ma è anche quella, di natura pubblicistica, di cui il medesimo è gravato nei confronti dell'Autorità di vigilanza (massima redazionale).*

*Il consigliere di amministrazione non esecutivo di società per azioni, e a maggior ragione il direttore generale, in conformità al disposto dell'art. 2392 c.c., comma 2, che concorre a connotare le funzioni gestorie tanto dei consiglieri non esecutivi, quanto di quelli esecutivi, è solidalmente responsabile della violazione commessa quando non intervenga al fine di impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose (massima redazionale).*

\*\*\*

**ACF, 28 marzo 2023, n. 6450**

**Oggetto:** violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario e mancata profilazione della clientela.

*Il corretto assolvimento degli obblighi informativi sulle peculiarità degli strumenti finanziari non può essere sopperito, in mancanza del KIID, dalla generica dichiarazione del Ricorrente di "aver da voi ricevuto [...] – per la relativa presa visione – la documentazione d'offerta obbligatoria, predisposta dalla Società di Gestione/SICAV, e di esser stato da voi informato in ordine alla [...] facoltà di richiedere l'ulteriore documentazione informativa sempre predisposta dalla Società di Gestione/SICAV", come indicato nella dicitura presente nell'ordine raccolto dall'Intermediario relativo alla sottoscrizione di quote del fondo di cui l'Intermediario ha allegato la "Copia banca" (massima redazionale).*

*In caso di rapporti cointestati, il prendere in considerazione un solo cointestatario costituisce una modalità inidonea a rilevare le inevitabili differenti caratteristiche che i singoli cointestatori possono presentare, in mancanza di previo accordo, frutto di specifica negoziazione tra le parti e che l'intermediario abbia predisposto, a monte, procedure che garantiscano che la citata scelta di uno solo tra i cointestatori sia compiuta su basi oggettive e razionalmente giustificabili, senza pregiudizio degli altri investitori contraenti e, in particolare, di quelli in posizione più debole (massima redazionale).*

\*\*\*

**Trib. Milano, 6 marzo 2023, n. 1717**

**Oggetto:** *mark to market* e oggetto del contratto di *interest rate swap*.

*Il mark to market non costituisce l'oggetto del contratto di interest rate swap: l'oggetto del contratto derivato è lo scambio di differenziali calcolati su un certo importo ad una determinata scadenza, mentre il mark to market costituisce un elemento diverso e in particolare rappresenta il valore di sostituzione del derivato in un dato momento.*

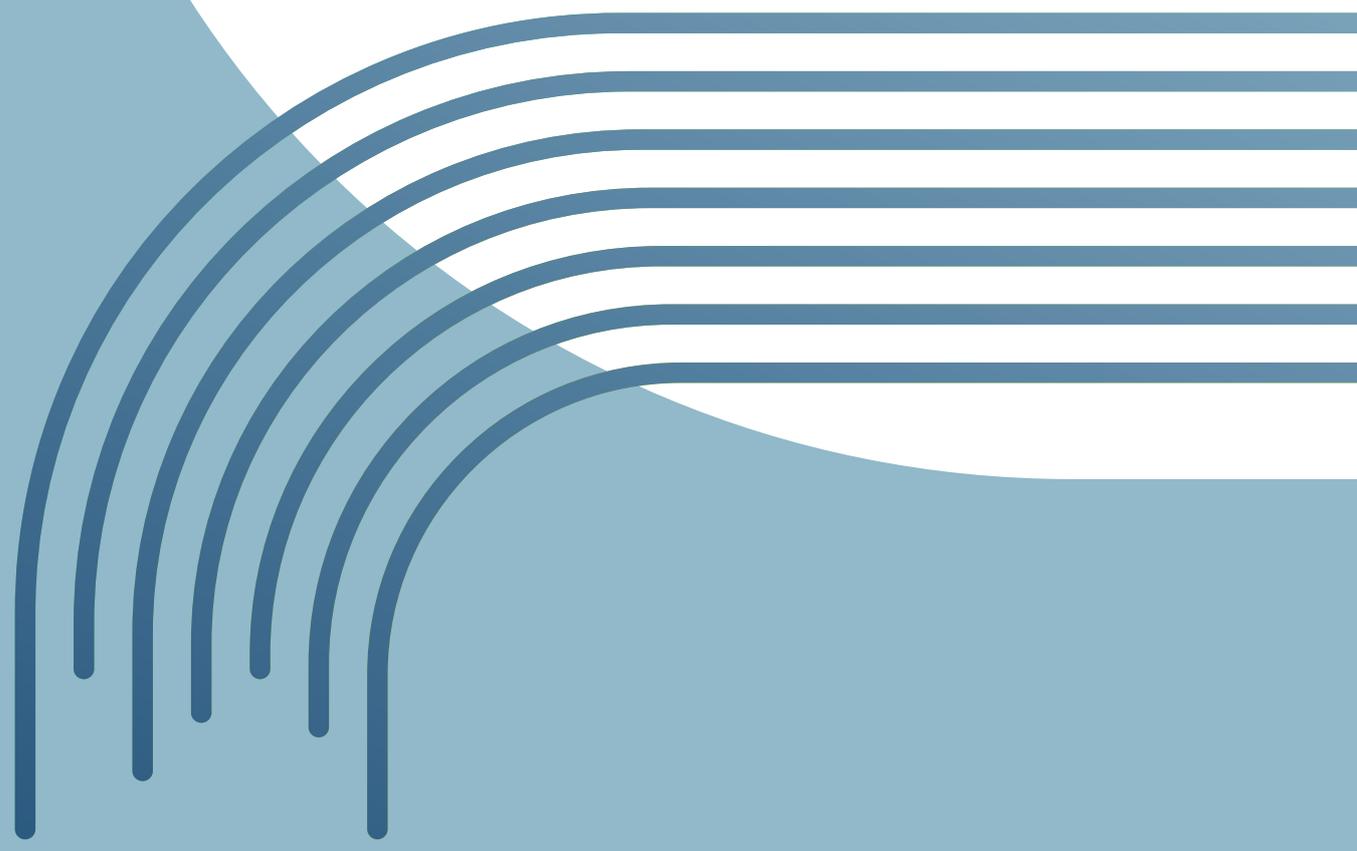
*La mancata previsione nel contratto di metodi e formule per calcolare il mark to market non può condurre alla dichiarazione di nullità del contratto (massima redazionale).*

\*\*\*

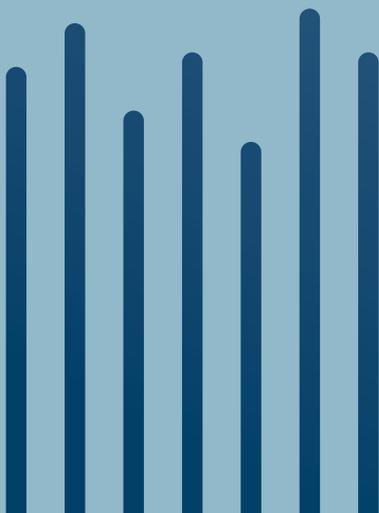
**Trib. Firenze, 16 gennaio 2023, n. 105****Oggetto:** immissione sul mercato di titoli di nuova emissione e responsabilità da prospetto.

*L'azione tipica di cui all'art. 94 TUF può essere esercitata solo per la fattispecie tipica rappresentata dal collocamento di titoli sul mercato primario; non può essere invece esercitata per fattispecie differenti, quali sono i successivi scambi di quegli stessi titoli che avvengono sul mercato cd. secondario: ove le condizioni della compravendita non sono più nella disponibilità dell'Emittente, ma degli operatori richiedenti ed offerenti (massima redazionale).*

*Il Prospetto può essere assimilato a qualunque altra comunicazione sociale e, se falso, può fondare una domanda di responsabilità extra-contrattuale basata sulla norma generale di cui all'art. 2043 cod. civ., nella misura in cui abbia provocato, o concorso a provocare, un danno ingiusto – nel nostro caso ipotizzabile nell'aver contribuito ad alterare il prezzo delle azioni già in circolazione sui mercati secondari (massima redazionale).*

A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page, curve upwards and then downwards, and extend horizontally across the top right portion of the page. The background is a light blue gradient.

# Angolo Fiscale





# Proposte fiscali a sostegno della competitività dei mercati finanziari

*Nell'ambito della riforma fiscale avviata dal Governo, l'Associazione ha proposto un primo elenco di incentivi fiscali al Viceministro Maurizio Leo.*

Con lettera del 5 aprile scorso indirizzata al Viceministro dell'Economia e delle Finanze Maurizio Leo, ASSOSIM ha chiesto un intervento di riordino e semplificazione della disciplina fiscale, affiancato, tra l'altro, da incentivi fiscali rivolti sia alle PMI che agli intermediari che le assistono, ai fornitori di ricerca e agli investitori, come proposto nel "Libro Verde" del MEF su "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita" e raccomandato dal TESG nel report "Empowering EU Capital Markets-Making listing cool again".

In un disegno organico di **rafforzamento della piazza finanziaria italiana** tali incentivi dovrebbero, ad avviso dell'associazione, essere volti a perseguire i seguenti obiettivi:

1. Rimuovere gli svantaggi competitivi che penalizzano il mercato italiano;
2. Valorizzare le competenze del *management* d'impresa;
3. Semplificare il quadro normativo;
4. Stimolare il circuito virtuoso risparmio-economia reale.

## 1. Rimuovere gli svantaggi competitivi che penalizzano il mercato italiano

Per Assosim è prioritario rimuovere i "paletti fiscali" che disincentivano attualmente l'investimento nel mercato italiano e pongono le imprese italiane in condizione di svantaggio competitivo nel panorama internazionale. Tra questi, la **Financial Transaction Tax (FTT)**, un'imposta discriminatoria che peraltro genera per l'industria finanziaria e l'economia reale costi di gran lunga superiori alle modestissime entrate tributarie prodotte. In subordine alla rimozione della FTT, Assosim ritiene che il Governo dovrebbe quantomeno considerare l'opportunità di:

- **esentare** dalla stessa le **operazioni OTC** eseguite dai **market maker**, consentendo in tal modo a questi operatori di fornire ulteriore impulso alla liquidità degli strumenti finanziari da loro trattati;
- estendere l'**esenzione** dalla **FTT** agli emittenti con **capitalizzazione inferiore al miliardo di euro** (soglia attualmente fissata a 500 milioni di euro) in linea con quanto previsto in Francia e Spagna e, soprattutto, con la proposta di modifica della nozione di PMI di cui all'art. 2 del DDL Capitali *recante interventi a sostegno della competitività dei capitali*.

In materia di **IVA**, le proposte di Assosim riguardano la Risoluzione con la quale l'Agenzia delle Entrate, assimilando i **contratti derivati swap** sull'energia ai contratti di pronti contro termine, ha affermato che i relativi differenziali monetari costituiscono il corrispettivo e, quindi, la base imponibile di un'operazione esente da IVA (Risoluzione 1/E del 2022). Assosim propone viceversa di ricondurre tali differenziali all'interno della fattispecie "cessione di denaro", esclusa da IVA. Ciò per evitare che: i) gli operatori industriali o commerciali subiscano limitazioni nella detraibilità dell'IVA sugli acquisiti e ii) gli intermediari finanziari siano «disintermediati» a favore di quelli esteri.

## 2. Valorizzare le competenze del management d'impresa

Con l'obiettivo di **valorizzare le competenze** del *management* nelle sue diverse forme di intervento nella finanza d'impresa, le proposte di Assosim sono volte a:

- estendere agli emittenti negoziati su MTF le agevolazioni che trovano oggi applicazione ai **piani di incentivazione al management** delle *start up* innovative;
- attenuare gli **effetti discriminatori** derivanti dall'applicazione di una addizionale Irpef del 10% sull'ammontare che eccede la parte fissa della retribuzione dei **dipendenti del settore finanziario**, limitando l'applicazione di tale addizionale all'ammontare che eccede il triplo della parte fissa della retribuzione stessa (come peraltro previsto in passato).

## 3. Semplificare il quadro normativo

In linea con l'obiettivo di semplificazione normativa dettato dalla "delega per la riforma fiscale", Assosim ha elaborato ulteriori proposte normative, dirette al riordino di talune disposizioni e/o all'eliminazione di adempimenti ritenuti onerosi e ridondanti. In tale ottica, ha chiesto di:

- rendere permanente la norma, più volte prorogata, che permette la **rivalutazione delle partecipazioni** mediante il versamento di un'imposta ridotta, e
- eliminare la disposizione che obbliga i soggetti che applicano i principi contabili internazionali, cc.dd. "Ias adopter", a comunicare per finalità antielusiva all'Amministrazione finanziaria le **minusvalenze dedotte superiori a 50.000 euro** realizzate sui titoli azionari negoziati in mercati regolamentati<sup>2</sup>.

## 4. Stimolare il circuito virtuoso risparmio-economia reale

Assosim ritiene che per un effettivo rilancio del ruolo dei mercati finanziari a sostegno dell'economia reale, la riforma del quadro normativo proposta dal Governo con il DDL Capitali debba essere affiancata da una adeguata politica fiscale che agevoli, tra l'altro, il processo di quotazione delle imprese di minori dimensioni (di cui è particolarmente ricco il nostro paese). A tal fine, Assosim propone di rendere strutturale la rinnovata disciplina del **credito d'imposta del 50% sulle spese di consulenza relative alla quotazione delle PMI**, da ultimo prorogata al 31 dicembre 2023 dalla legge di bilancio 2023.

Al fine di favorire gli investimenti effettuati in una prospettiva di lungo termine, Assosim propone di rendere altresì permanente il **credito d'imposta per le perdite** derivanti da investimenti in PIR alternativi. Coerente con questa finalità è inoltre la proposta di esentare dall'**imposta di bollo proporzionale** le azioni e le obbligazioni detenute nei PIR Alternativi, così come, più in generale, tutte le transazioni su azioni e obbligazioni emesse da PMI quotate in mercati regolamentati o negoziate su MTF.

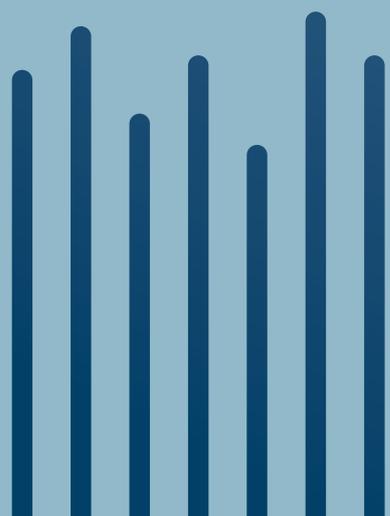
L'associazione ha infine proposto di introdurre agevolazioni fiscali, nella forma del credito di imposta, a favore dei soggetti che producono o commissionano ricerca finanziaria sulle PMI. Ciò al fine di promuovere il ben noto circolo virtuoso tra ricerca finanziaria e investimenti.

<sup>2</sup> La norma era stata introdotta per contrastare fenomeni elusivi cd. *dividend washing*, cioè operazioni consistenti nel realizzo di minusvalenze deducibili a fronte di dividendi esclusi per il 95% dalla base imponibile. Tale norma antielusiva non ha più ragione di esistere per soggetti che adottano gli IAS/IFRS a seguito delle novità introdotte dalla legge 244/2007 con la quale è stata prevista la piena rilevanza fiscale di tutti i flussi reddituali (utili compresi) relativi ai titoli azionari detenuti per trading.



A decorative graphic consisting of several thick, dark blue curved lines that originate from the left side and curve towards the right, eventually becoming horizontal. The lines are layered, creating a sense of depth and movement.

# Osservatorio Estero





# Finanza sostenibile in Lussemburgo

di Riccardo Canossa

## 1. Il documento della *Commission de Surveillance du Secteur Financier*

La Commissione di Sorveglianza del Settore Finanziario lussemburghese (la “CSSF” o la “Commissione”) ha pubblicato lo scorso 6 aprile un documento indicante le priorità in materia di supervisione nell’area della finanza sostenibile, allo scopo di promuovere un’implementazione coesiva delle istanze di sostenibilità in tutto il settore finanziario e di garantire l’integrazione dei requisiti ESG nella propria prassi di vigilanza.

A tali fini, la CSSF ha diversificato il riferimento ai seguenti operatori finanziari: (i) gli enti creditizi; (ii) i prestatori di servizi di asset management; (iii) le imprese di investimento.

In via generale, la Commissione ha comunque sottolineato che, al di là della specificazione delle proprie strategie di sorveglianza, i primi responsabili dell’osservanza delle regole in materia di finanza sostenibile rimangono proprio le entità supervisionate e i loro amministratori, su cui grava un dovere di assicurare l’integrazione dei fattori ESG nei tradizionali strumenti di *governance*, di gestione del rischio e di *compliance*, anche tramite l’istituzione di apposite politiche di formazione del personale.

## 2. Le priorità di vigilanza per gli enti creditizi

Per quanto riguarda gli enti creditizi, la CSSF pone in primo luogo l’accento sulle esigenze di trasparenza e *disclosure*. In particolare, essa richiede la pubblicazione di un “*long form report*”, che nel questionario di autovalutazione include una sezione proprio relativa all’informativa sulla sostenibilità. Inoltre, rinvia espressamente all’osservanza delle norme tecniche di attuazione sui rischi ambientali, sociali e di *governance*, come modificati dal regolamento di esecuzione UE n. 2453 di novembre 2022.

Il secondo pilastro fa invece riferimento alle politiche di gestione del rischio e di *governance*, con la promessa di ispezioni in loco e di revisioni a campione delle politiche di remunerazione degli amministratori.

Infine, la Commissione rimanda alle norme MiFID II in tema di sostenibilità.

## 3. Le priorità di vigilanza per i prestatori di servizi di *asset management*

Con riferimento alla *asset management industry*, la CSSF si propone di continuare a monitorare il rispetto, da parte degli *Investment Fund Managers* (“IFM”), delle disposizioni ESG previste dal Regolamento sull’informativa sulla finanza sostenibile (“*Sustainable Finance Disclosure Regulation*” o “SFDR”).

Più specificamente, essa incentra la propria attività di vigilanza sulle seguenti aree di priorità: (i) l’organizzazione degli IFM, inclusa la valutazione dei rischi ESG da parte dei partecipanti al mercato; (ii) la verifica dell’osservanza degli obblighi informativi precontrattuali e periodici; (iii) la valutazione della coerenza delle informazioni contenute nella documentazione del fondo e nel materiale di *marketing*; (iv) l’accertamento della conformità delle informazioni contenute nel sito web; (v) l’analisi del portafoglio e il

controllo di conformità dello stesso rispetto alla documentazione fornita agli investitori.

## 4. Le priorità di vigilanza per le imprese d’investimento

A proposito delle imprese di investimento, in tema di trasparenza la Commissione dispone la compilazione di un questionario di autovalutazione, come parte del *long-term report*; relativamente alla gestione del rischio e alla *governance*, essa intende implementare un approccio graduale alla supervisione di rischi ESG specifici per questo tipo di imprese, e richiama le medesime norme MiFID II applicabili agli enti creditizi.

# Presentata la nuova *Regulatory Initiatives Grid* nel Regno Unito

di Michele Corgatelli

## 1. Introduzione

Nel febbraio 2023 i regolatori del sistema finanziario britannico hanno pubblicato la nuova edizione della *Regulatory Initiatives Grid*, il documento che mappa tutte le iniziative regolamentari in fase di sviluppo ed implementazione nei 24 mesi a venire. Giunta ormai alla sesta edizione, la “griglia” – sviluppata al fine di garantire coordinamento e trasparenza circa le consultazioni e i nuovi adempimenti che coinvolgono gli operatori – si compone delle iniziative di *Bank of England*, *Competition and Markets Authority*, *Financial Conduct Authority*, *Financial Reporting Council*, *His Majesty’s Treasury*, *Information Commissioner’s Office*, *Prudential Regulation Authority*, *Payment Systems Regulator* e *Pensions Regulator*.

## 2. Sostenibilità

Un gruppo di iniziative di particolare rilievo è quello con focus sui fattori ESG. Di alta priorità è, ad esempio, lo sviluppo dell’UK *Green Taxonomy*: l’intento è anche quello di colmare il gap creatosi con l’Unione Europea che, come è noto, nel 2020 si è dotata di una tassonomia volta a stabilire quali attività economiche possano essere considerate ecosostenibili.

La *Financial Conduct Authority* e il Tesoro sono poi congiuntamente impegnati nella regolamentazione dei servizi di ESG *ratings*, a cui i partecipanti al mercato fanno progressivamente sempre più affidamento. Al riguardo, già nel novembre 2022 è stato istituito un *working group* per lo sviluppo di un codice di condotta destinato ai prestatori di tali servizi. Si è inoltre in attesa di una proposta della *Prudential Regulation Authority* a tema *diversity* nei servizi finanziari.

Il Tesoro guida anche l’attuazione dei *Sustainability Disclosure Requirements* (SDR), che richiederanno a società, *asset managers* e *asset owners* di fornire informazioni esaustive sulla gestione dei rischi ESG.

Parallelamente, la *Financial Conduct Authority* sta lavorando per introdurre un sistema di classificazione ed “etichettatura” ESG dei prodotti finanziari, così da aiutare i clienti a navigare nel panorama degli investimenti sostenibili e a trovare prodotti che soddisfino le loro preferenze di sostenibilità. Si è in attesa dell’introduzione di un regime, particolarmente incisivo, di contrasto al *greenwashing*: la data prevista era stata fissata al 30 giugno 2023, ma è stata posticipata.

## 3. Banche e gestori di attivi

Quanto alla regolamentazione bancaria, occorre menzionare, oltre all’implementazione degli standard di Basilea 3.1, l’iniziativa riferita ad un nuovo quadro prudenziale *Strong and Simple* per le banche nazionali e non sistemiche del Regno Unito.

Con riferimento invece alla regolamentazione dei servizi di *investment management*, la *Financial Conduct Authority* e il Tesoro intendono sviluppare l’*Overseas Funds Regime*, che introdurrà nuovi regimi di equivalenza per i fondi “d’oltremarica”, consentendo ai fondi autorizzati di essere commercializzati al pubblico nel Regno Unito. Merita una segnalazione anche l’iniziativa *Vote Reporting Group*, volta a sviluppare una reportistica più completa sull’esercizio dei diritti di voto dei gestori. Alla *Review of the Securitisation Regulation* guidata dal Tesoro si affianca infine la revisione della disciplina del prospetto, dopo una consultazione pubblica sulle riforme volte a renderla più semplice ed efficace.

# S.E.C. Proposal: Cybersecurity Risk Management Rule

di Giulia Schneider

## 1. Il contesto della proposta e la riapertura della consultazione

Il 15 marzo 2023, la *Security and Exchange Commission* ha riaperto il periodo di consultazione relativo alle norme sulla gestione del rischio di *cybersecurity* e all'informativa sulla *cybersecurity*, di modifica agli *Investment Advisers Act* del 1940 (c.d. "*Advisers Act*") e *Investment Company Act* del 1940 (c.d. "*Investment Company Act*"), proposte dalla Commissione il 9 febbraio 2022. Il periodo iniziale per le osservazioni è terminato l'11 aprile 2022.

La riapertura del periodo per i commenti consentirà agli stakeholders interessati di avere più tempo per analizzare le questioni e preparare i commenti alla luce di altri sviluppi normativi, compreso l'eventuale effetto di altre proposte della Commissione relative alla gestione e all'informativa sul rischio di *cybersecurity* che la Commissione dovrebbe prendere in considerazione.

Il periodo di commento rimarrà aperto fino a 60 giorni dopo la data di pubblicazione del comunicato di riapertura nel *Federal Register*.

## 2. I contenuti della proposta

La proposta in materia di *Cybersecurity Risk Management* introduce specifici requisiti di gestione del rischio di cibernsicurezza da parte delle istituzioni finanziarie (tra cui *broker*, controparti centrali, borse). Come ha affermato il presidente della SEC Gary Gensler, la proposta intende fissare più certi standard di *cybersecurity* per le entità finanziarie, necessari per presidiare un tipo di rischio – quello della cibernsicurezza – cresciuto in misura esponenziale negli ultimi anni. L'adozione di più sicure politiche di gestione di *cybersecurity* appare necessario per tutelare gli investitori e gli emittenti, per salvaguardarne la fiducia e preservare la stabilità e l'ordine dei mercati.

La proposta muove dal riconoscimento dell'utilizzo sempre maggiore di sistemi informativi per lo svolgimento e la fornitura di servizi finanziari, che sono sovente oggetto di attacchi *cyber* che mirano ad interromperne le funzionalità e ad accedere ai dataset rilevanti. Il rischio *cyber*, tuttavia, non è unicamente derivante da agenti esterni ma può essere anche causato da errori dei dipendenti, dei terzi fornitori di servizi o di altri partner commerciali. La complessità – e l'apertura – del sistema finanziario contemporaneo caratterizzato da un alto gradiente di interconnessione aumenta il rischio sistemico connesso ad attacchi *cyber*, con conseguente impatto simultaneo su più operatori, e sul mercato in generale.

Sulla base di queste coordinate fattuali, la proposta richiede alle entità finanziarie di istituire politiche e procedure relative alla valutazione e mitigazione del rischio di *cybersecurity*, fornendone adeguata documentazione scritta. A tal fine, gli operatori dovranno rivalutare, con cadenza almeno annuale, la struttura e l'efficacia delle politiche e procedure di *cybersecurity*, assicurando che le eventuali modifiche di queste ultime riflettano i cambiamenti delle fonti e delle tipologie di rischio di cibernsicurezza. La proposta istituisce

nuovi obblighi di notifica relativamente alle procedure adottate in ambito *cybersecurity* e degli obblighi di segnalazione aggiuntivi per alcuni tipi di *broker*. Le nuove previsioni intendono instaurare un canale informativo specifico relativo alle informazioni sulla sicurezza cibernetica delle istituzioni americane, permettendo così alla Commissione di reperire su base continua informazioni sugli incidenti di cibernsicurezza che riguardano i soggetti vigilati. Questi report riservati rafforzerebbero l'efficienza e l'efficacia degli sforzi della Commissione per tutelare gli investitori, aiutandola a monitorare gli effetti di un incidente di *cybersecurity* su un consulente e sui suoi clienti, nonché a valutare i potenziali rischi sistemici che interessano i mercati finanziari in senso più ampio.

Le nuove norme migliorano inoltre la trasparenza sui rischi di cibernsicurezza che possono causare impatti negativi sui mercati dei titoli statunitensi, anche verso gli investitori. In caso di attacco informatico, le entità devono infatti fornire una breve descrizione di quanto avvenuto su un sito *web* accessibile al pubblico. Inoltre, le entità dovranno informare il mercato relativamente alle modalità e alle procedure di gestione del rischio di cibernsicurezza, compresa una sintesi degli incidenti più significativi che si sono verificati negli ultimi due anni fiscali, rilasciata con dati dotati di tag digitale. In linea parallela, la proposta contiene previsioni in materia di creazione, tenuta e conservazione di veri e propri registri sugli attacchi di cibernsicurezza rilevati.

## 3. Le critiche

Le norme proposte non sono andate esenti da critiche, riflesse nel primo giro di commenti e destinate ad essere riproposte in questa seconda fase di consultazione. Tra le critiche principali sin qui mosse, si segnala la scarsa utilità dell'obbligo attribuito alle istituzioni finanziarie di comunicare alla SEC informazioni dettagliate su un attacco informatico, entro 48 dal suo rilevamento. Questo requisito temporale, si sottolinea, potrebbe essere controproducente, posto che imporrebbe al management, in caso di attacco informatico, di predisporre la documentazione da trasmettere alla SEC, anziché concentrarsi sulla reazione e sulla risoluzione dell'incidente di cibernsicurezza, se del caso anche mediante il coinvolgimento di altre autorità, come le forze dell'ordine. Tanto più che, come è stato rilevato, la SEC non dispone di un team di risposta informatica in grado di intervenire per risolvere la violazione e fornire assistenza tecnica.

Sotto altro versante, è stato rilevato come l'introduzione di obblighi di *disclosure* aggiuntivi relativi allo stato di cibernsicurezza di un'entità finanziaria andrebbe ad alimentare la già voluminosa mole informativa consegnata ai clienti. Un *information overload* anche sul fronte della cibernsicurezza, spesso connessa a informazioni tecniche poco intelleggibili dall'utente medio, potrebbe finire per minare, anziché rafforzare la fiducia dei clienti e degli investitori nei mercati.

# S.E.C. propone un regime per vietare i conflitti di interesse in alcune cartolarizzazioni

di Michele Corgatelli

## 1. La proposta

Il 25 gennaio 2023 la *Securities and Exchange Commission* statunitense ha pubblicato una proposta che mira a prevenire la vendita di *asset backed securities* (ABS) in presenza di conflitti d'interesse rilevanti.

Si tratta del rilancio di un progetto invero ben più risalente, poiché in attuazione della *section 27B* del *Securities Act* del 1933 aggiunta dal *Dodd-Frank Act* del 2010. In seguito ad un primo progetto di attuazione poi abbandonato, datato settembre 2011, la S.E.C. ritorna oggi sul tema a dodici anni di distanza.

## 2. Caratteristiche della Rule 192

La nuova *Rule 192* intende vietare ad una vasta platea di soggetti (sottoscrittori, agenti di collocamento, acquirenti iniziali, promotori, e parti affiliate o controllate da tali enti) di impegnarsi – direttamente o indirettamente – in qualsiasi transazione che comporti o dia luogo ad un conflitto d'interessi con l'investitore nell'ABS.

Il divieto opererebbe dalla data in cui il soggetto viene formalmente coinvolto nella cartolarizzazione dell'ABS (l'espressione usata è "*has reached, or has taken substantial steps to reach, an agreement that such person will become a securitization participant with respect to an asset-backed security*") e terminerebbe un anno dopo la data del *first closing* della vendita del relativo ABS.

Quanto alle eccezioni al divieto, la *Rule 192* ne prevederebbe tre, concernenti le operazioni di fornitura di liquidità, di *bona fide market-making*, e di mitigazione del rischio.

È stato correttamente notato come il nuovo regime, se eventualmente approvato, potrebbe riverberare notevoli effetti anche oltreoceano. Nel suo ambito di applicazione, infatti, ricadrebbero non soltanto le operazioni con investitori statunitensi condotte da operatori europei, ma anche tutti gli enti europei "affiliati" ai partecipanti ad una cartolarizzazione statunitense: allo stato attuale, non è previsto un *safe harbor* per evitare questi potenziali riflessi extra-territoriali.

## 3. Conclusioni

Il presidente della S.E.C. Gary Gensler, presentando la *Rule 192*, ha ricordato come i conflitti d'interessi nel mercato delle cartolarizzazioni abbiano contribuito alla crisi finanziaria del 2008. Non manca però chi ha criticato la vaghezza delle definizioni contenute nel testo e l'ampissimo ambito di applicazione della proposta, ritenuto non necessario per rispondere alle esigenze di stabilità del mercato.

Sebbene la proposta, nella formulazione esistente, intenda inibire una considerevole quantità di operazioni di mercato, non bisogna dimenticare che il procedimento di approvazione della stessa potrebbe riservare diverse sorprese. È stato notato come la proposta intervenga in un contesto economico molto diverso da quello della crisi finanziaria del 2008: non può infatti dirsi che l'attenzione pubblica e mediatica sia la stessa che ha preceduto l'emanazione del *Dodd-Frank Act* del 2010, che pure non superò le resistenze

all'approvazione della *Rule* presentata ai tempi.

Non a caso, la relazione illustrativa si premura di specificare che la S.E.C. ha tenuto debitamente conto dell'evoluzione del mercato di *asset backed securities* dal 2011 ad oggi e dei commenti ricevuti, al tempo, in relazione alla *Rule* originariamente proposta, per fornire agli operatori una maggiore chiarezza circa l'ambito dei comportamenti vietati.

# Nuove regole della US S.E.C. sull'*Insider Trading*

di Riccardo Canossa

## 1. Ratio dell'intervento

Lo scorso febbraio sono entrate in vigore le modifiche apportate a dicembre 2022 dalla *Securities and Exchange Commission* ("SEC") degli Stati Uniti sulla normativa relativa all'*insider trading*.

In particolare, è stata modificata la Rule 10b5-1 (la "Regola"), adottata dalla SEC nel 2000, che riconosce agli *insider* una *affirmative defense* dalla responsabilità di *insider trading* sulla base di informazioni materiali non pubbliche, a condizione che le operazioni fossero state effettuate in conformità a un piano scritto adottato in buona fede in un momento in cui l'*insider* non era a conoscenza dell'informazione privilegiata.

Tuttavia, alcuni studi empirici citati dalla SEC hanno dimostrato che le *performance* di certi piani di *trading* progettati per conformarsi alla Regola sono state anormalmente elevate, suggerendo che almeno alcuni *insider* aziendali stessero sfruttando le esenzioni da responsabilità per negoziare in modo opportunistico sulla base di informazioni privilegiate.

Gli emendamenti della SEC rispondono a queste pratiche abusive stabilendo condizioni aggiuntive per accedere alla *affirmative defense* e imponendo agli *insider* e alle società nuovi obblighi di *disclosure*.

## 2. Condizioni aggiuntive per la *affirmative defense*

In primo luogo, la riforma ha introdotto un *cooling-off period*, secondo cui, a seguito dell'adozione di un piano di *trading*, l'*insider* non può, per un certo periodo, effettuare negoziazioni sulla base di quel piano. A questo proposito, le modifiche apportate a un piano esistente vengono considerate come un nuovo piano, e danno quindi il via a un nuovo *cooling-off period*.

Inoltre, al momento dell'adozione di un piano, l'*insider* deve certificare di non essere a conoscenza di informazioni privilegiate e di agire in buona fede.

A proposito dell'obbligo di *good faith*, a seguito della riforma esso si estende a tutta la durata del piano, e non si limita più solo alla sola fase di adozione.

Infine, sono state introdotte limitazioni ed esclusioni della *affirmative defense* per i casi di piani multipli o a singola negoziazione.

## 3. Nuovi obblighi di *disclosure*

Come anticipato, la riforma ha agito anche sui doveri informativi dei soggetti coinvolti.

Per quanto riguarda gli *issuer*, in caso di adozione di un piano conforme alla Regola o comunque di un piano preimpostato, è necessario fornire una descrizione dei termini sostanziali del piano, compresi il nome e il titolo dell'*insider* coinvolto, la data di adozione o di termine, la durata e il numero aggregato di azioni compravendute. Si nota, tuttavia, che gli emittenti non sono tenuti a dichiarare il prezzo al quale le negoziazioni sono autorizzate nell'ambito del piano.

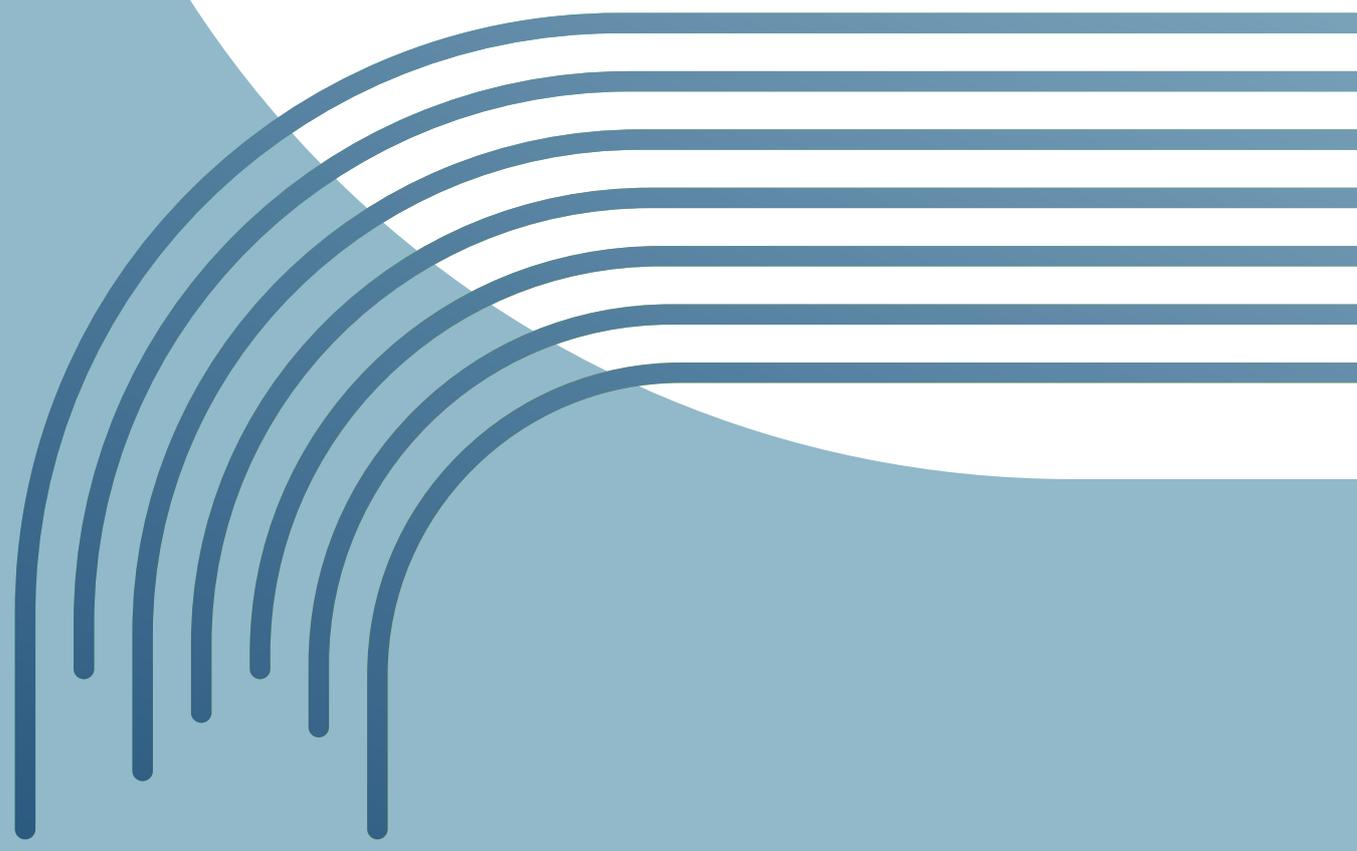
Si richiede inoltre di comunicare nel *Form* pubblicato annualmente informazioni aggiuntive sulle politiche di remunerazione, e in particolare delle assegnazioni di *stock options* in relazione al rilascio di informazioni privilegiate e degli *equity awards* concessi in concomitanza

con la pubblicazione di report che divulgano *inside information*.

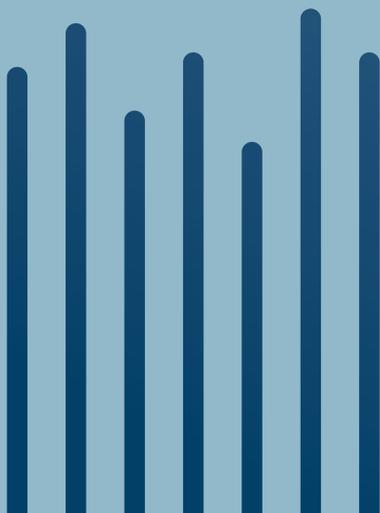
Con riferimento agli amministratori, ai dirigenti e agli azionisti qualificati, la riforma impone di indicare negli appositi moduli le operazioni di compravendita che si inseriscono nell'ambito di un piano conforme alle condizioni di *affirmative defense*, nonché la data di adozione del piano.

Infine, le cessioni tramite donazione in buona fede di titoli azionari devono ora essere segnalate entro due giorni lavorativi sull'apposito modulo.



A decorative graphic consisting of several thick, dark blue curved lines that originate from the left side and curve towards the right, eventually becoming horizontal. The lines are layered, creating a sense of depth and movement.

# Uno sguardo al mercato





# La vignetta di Altan e i mercati finanziari

di Marco Onado

Una vignetta fulminante di Altan sintetizza la situazione di oggi dei mercati finanziari. Alla moglie brontolona, il solito personaggio dice: «sei nervosa come la borsa, Luisa». In effetti, almeno dalla fine dell'anno scorso, cioè da quando si è esaurito l'ultimo boom di borsa iniziato dopo la pandemia, è iniziata una correzione, punteggiata da rimbalzi effimeri e da forti differenze fra i vari titoli.

Per i comuni mortali, uno scenario che non fa bene alle coronarie: vedono diminuire il valore della ricchezza finanziaria accumulata e aumentare l'ansia che la fase negativa possa durare a lungo. Per gli investitori professionali, questa era un tempo l'occasione per scovare i titoli capaci di andare controcorrente, sulla base di un'analisi approfondita dell'azienda e delle sue prospettive di crescita. I più disinvolti cercavano invece di sfruttare informazioni riservate. Ricordate Gordon Gekko del profetico film *Wall Street*? “Stupiscimi, ragazzo. Dimmi qualcosa che non so”. E quello gli spiattella la notizia che una certa compagnia aerea (in cui lavora suo padre!) sta per ottenere una sentenza favorevole.

Poiché la Sec con l'*insider trading* non scherza (e infatti nel film il ragazzo alla fine patteggia e se la caverà con una pena minima), proprio in quegli anni la ricerca sui titoli, compresa quella *sell side*, cioè delle grandi banche di investimento, ha vissuto una grande espansione. L'ultimo decennio del vecchio secolo fu il migliore per la ricerca sui titoli: le banche di investimento si strappavano i migliori *team* a prezzi da star del calcio, perché erano in grado di generare fiumi di commissioni.

Esattamente venti anni fa, venne siglato lo storico patteggiamento in materia di ricerca sui titoli fra le principali banche di investimento e uno stuolo di regolatori guidato da Eliot Spitzer (allora procuratore generale di New York). Le banche trovarono più conveniente transigere, per ben 1,4 miliardi di dollari, impegnandosi ad apportare sostanziali modifiche organizzative. Fu il segnale dell'attenzione del regolatore a questa specifica funzione, che avrà una sua eco importante in Europa con la disciplina degli *inducements* contenuta nella Mifid.

Nella situazione dei mercati di oggi, i grandi attori dell'*asset management*, come Blackrock o Fidelity sarebbero i clienti ideali della ricerca prodotta dalle *investment banks* e assicurerebbero un pingue flusso di commissioni. Ma non è più così. Oggi, diceva qualche giorno fa un articolo del Financial Times nella rubrica per addetti ai lavori Alphaville<sup>1</sup>, quell'età dell'oro sembra sparita per sempre, ma per colpa della tecnologia, non della regolamentazione. I progressi nel mondo dell'informazione hanno avuto un duplice effetto. Il primo è quello di accorciare enormemente i tempi di

esecuzione degli scambi: oggi una frazione di un battito di ciglia. Le strategie di investimento dei grandi *player* sono quindi basate in misura crescente su derivati o sui complessi servizi di *prime brokerage*. Quelli degli investitori *retail* su strategie *high frequency trading*, mosse anche in questo caso dalle migliaia di notizie che piovono sul web ad ogni secondo.

La seconda è quello di riversare in Internet una quantità enorme di informazioni, alcune in blog specializzati, che girano gratuitamente o al massimo a prezzi stracciati. Un esempio è *Muddy Waters*, che si ispira nel nome ad uno dei più grandi interpreti del blues americano, tanto che una sua canzone, Rolling Stone, ha dato il nome al celebre complesso rock.

È un mondo totalmente nuovo, che non ha rivoluzionato solo i mercati. Il crollo della Silicon Valley Bank è il primo nella storia millenaria delle banche causato dai *social* che hanno diffuso il panico con la velocità della luce, provocando un'emorragia di ben 42 miliardi di depositi in sole 24 ore.

E non è finita perché si sta affacciando una nuova evoluzione (una nuova mutazione genetica è il caso di dire) sotto forma di ricerca promossa dall'intelligenza artificiale (AI). Un mondo inquietante che neanche Orwell nel romanzo profetico *1984* è riuscito ad immaginare. JPMorgan stima che 1,4 trilioni di dollari della capitalizzazione del mercato americano siano frutto di ricerca prodotta da vari sistemi di intelligenza artificiale, utilizzata da operatori di mercato o disponibili al grande pubblico come ChatGPT. E fra l'altro lo indicava come sintomo del fatto che il mercato continuava (si era alla fine di aprile) a sottovalutare la probabilità di una caduta significativa dei prezzi.

Il mondo dell'AI è complesso ed inquietante, tanto che anche il grande Stanley Kubrick alla fine rinunciò a girare il film sull'argomento. Ma non mancò di lanciarci un messaggio nel finale di *2001 Odissea nello spazio*: il computer che governa la navicella spaziale si chiama Hal (che altro non è che l'acronimo Ibm con lo spostamento all'indietro di una lettera), ma alla fine va in tilt e stermina l'equipaggio.

E, tanto per tornare ad oggi, molti sostengono che i sistemi di AI non passerebbero il CFA, cioè la patente americana degli analisti. Non esultate, però. Altri sostengono che possono passare molti esami di economia e anche di regolamentazione dei mercati. Ma non è questo il punto. Alla fine, queste trasformazioni epocali inducono a guardare oltre il fumo delle notizie di cronaca e cercare lumi nei grandi autori dell'economia. Per gli stessi motivi per cui

<sup>1</sup>Rupak Gose, *Why equity research fails over and over (and isn't coming back)*, Financial Times, 12 May 2023

Calvino molti anni fa ci diceva che ci sono mille motivi per rileggere i classici della letteratura.

Lo scenario che domina oggi i mercati è infatti la versione estrema del “concorso di bellezza” usato da Keynes nella *Teoria generale* per dimostrare come i mercati finanziari siano dominati dalle aspettative e come la maggior parte di esse non siano affatto razionali. Per dimostrarlo egli ricorreva al paragone con un concorso allora in voga nei quotidiani popolari britannici, che chiedevano ai lettori di scegliere le sei più belle ragazze da un insieme di fotografie. Il premio andava a coloro che avessero scelto le fanciulle considerate più belle dalla maggioranza.

La strategia da adottare non era quella di scegliere la ragazza che, secondo il proprio miglior giudizio, ciascuno considerasse più bella, ma nemmeno quella che l'opinione media considerasse tale. Nelle parole di Keynes: «Abbiamo raggiunto il terzo grado dove impieghiamo la nostra intelligenza per anticipare quella che è l'opinione media rispetto a quale dovrebbe essere l'opinione media. E ci sono alcuni, credo, che praticano il quarto, il quinto ed ulteriori stadi».

A distanza di quasi un secolo, il mondo dell'*high frequency trading* e della ricerca prodotta dall'AI ha portato lo stadio a valori vicini all'infinito. L'intelligenza artificiale infatti non può che essere la strada per scoprire in tempi infinitesimali, qual è l'opinione del più gran numero possibile di persone sull'azienda “più bella”, ma anche la “più brutta”. Quest'ultima versione nel concorso di una volta, peraltro già sospetto di non essere *politically correct*, non era proposta.

Keynes come è noto era un grande conoscitore dei mercati finanziari e la sua fama accademica è stata alimentata anche dai saggi consigli sugli investimenti dati alla sua università. Non aveva nulla contro la speculazione, anzi ne apprezzava la capacità di spingere i prezzi verso la giusta direzione. Ma ammoniva «gli speculatori possono non essere nocivi, come bollicine su una solida corrente di attività imprenditoriali. Ma la situazione è seria se l'impresa diventa una bollicina su un vortice di speculazione. Se lo sviluppo finanziario di un paese diventa il sottoprodotto delle attività di una casa da gioco, il meccanismo non funziona più».

Qual è la morale? Dobbiamo saper usare la tecnologia, ma non diventarne schiavi. Finché le decisioni di investimento dipenderanno da operatori professionali capaci di guardare ad orizzonti temporali non brevissimi, ogni innovazione, a cominciare dall'AI, potrà dare benefici e forse i mercati non saranno sempre nervosi come la signora della vignetta di Altan. Un po' di sano scetticismo sulle macchine non guasta: personalmente non faccio a gomitare per salire su un'auto a guida automatica.

# Gli investitori indipendenti in Italia. Una ricerca sociologica

di Niccolò Casnici, Marco Castellani, Paola Zuccolotto

Oggi il mondo della finanza è molto diverso da come ce lo aveva dipinto Oliver Stone nel suo celebre capolavoro intitolato “Wall Street”. In effetti, è ormai da tempo evidente che i mercati non sono più appannaggio esclusivo di una cerchia ristretta di attori: Internet e la rivoluzione digitale hanno di fatto realizzato una delle più grandi rivoluzioni della recente storia economica, aprendo le porte della finanza alle grandi masse.

Da poco più di due decenni analisti ed accademici stanno seguendo tale transizione verso una “finanza pop”, capace di includere tutti, investitori individuali compresi. In poco tempo, infatti, attorno alle esigenze di questi ultimi è proliferata un’articolata infrastruttura di servizi, blog, piattaforme, App, in un processo di disintermediazione che vede gli operatori online guadagnare sempre più terreno rispetto agli intermediari tradizionali.

Nel complesso, recenti stime mostrano che prima della pandemia il numero d’investitori individuali attivi in tutto il mondo aveva sfiorato quota 15 milioni, numero che proprio durante l’emergenza sanitaria è cresciuto notevolmente: negli ultimi quattro anni, infatti, gli investitori amatoriali attivi sulle maggiori App del settore sono pressoché decuplicati, raggiungendo picchi di 18 milioni su base mensile. Invero, a partire dal noto “caso Gamestop”, si è presa definitivamente coscienza del fatto che non solo gli investitori individuali sono molti più di prima, ma che tramite i nuovi strumenti digitali essi sono anche in grado di dar vita ad azioni collettive e coordinate, spostare grandi somme di denaro e, talvolta, di modificare gli equilibri di mercato.

Se questo trend ha investito in primis i paesi anglosassoni, da sempre più finanziarizzati, pare lecito domandarsi cosa stia accadendo laddove di fatto manca una tradizione finanziaria di lungo corso, come in Italia. A tal proposito, i dati sembrano fotografare una situazione in rapida evoluzione: se all’inizio degli anni Duemila gli investitori indipendenti erano una sparuta minoranza pressoché invisibile ai radar, secondo un recente studio di Borsa Italiana nel solo 2018 il 10% dei volumi scambiati su MTA e il 54% di volumi negoziati sul segmento After Hours sarebbe riconducibile proprio all’attività di *trader online* indipendenti. L’indagine mostra inoltre che, su mercati come Global Equity Market e MTF di Borsa Italiana, la percentuale di trader indipendenti privati sarebbe pari a circa il 13% rispetto al totale degli operatori attivi, dato in crescita del 43% rispetto all’anno precedente. Queste cifre sono peraltro pienamente confermate dallo studio di BrokerNotes, che colloca l’Italia al terzo posto a livello europeo per numero di *trader* indipendenti con operatività non saltuaria, con circa 250mila unità all’attivo.

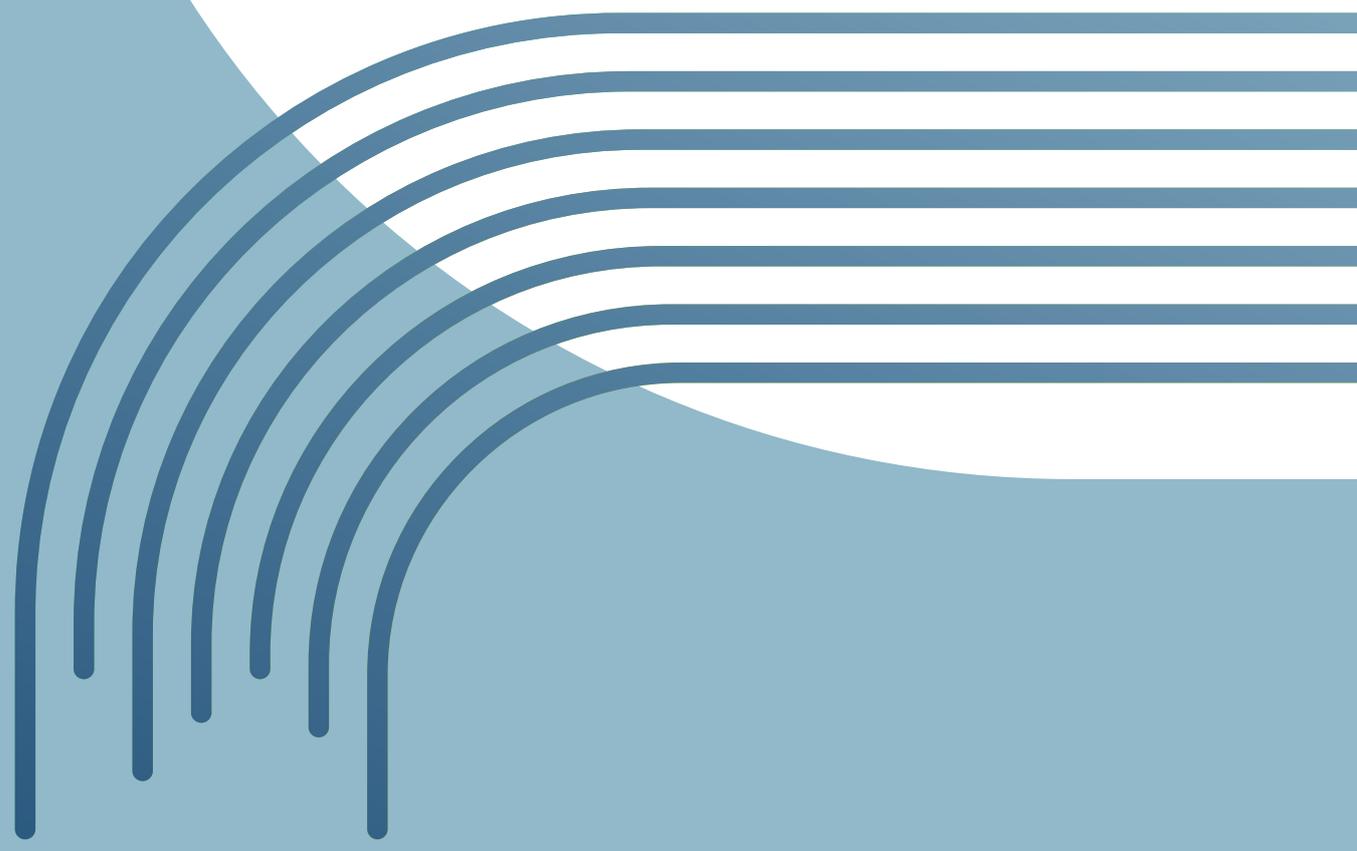
In un simile contesto, però, si rileva una netta discrasia tra quanto il settore *retail* sta crescendo e quanto realmente si sa degli utenti che popolano questa area di mercato. Chi sono gli investitori indipendenti italiani? Perché e come, in un paese storicamente poco permeabile alle logiche della grande finanza internazionale, una persona comune decide di diventare investitore indipendente? Queste sono le domande principali che hanno spinto tre docenti dell’Università di Brescia (Marco Castellani, Niccolò Casnici e Paola Zuccolotto) a progettare uno studio finalizzato alla costruzione di una tipizzazione dei *trader*

amatoriali italiani.

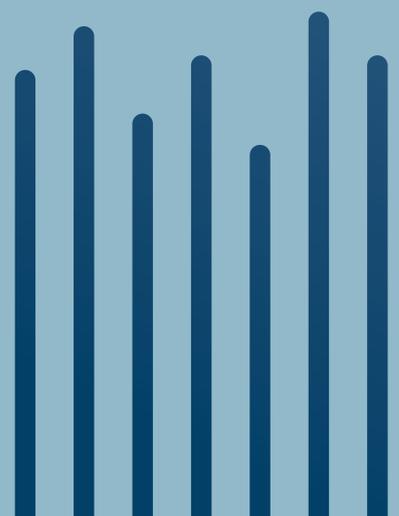
Lo studio si è articolato in due fasi: una prima parte esplorativa, durante la quale è stato intervistato un campione di circa 30 investitori amatoriali; una seconda fase, in cui è stato messo a punto e distribuito un questionario su larga scala. Con questo strumento, e grazie al sostegno di diverse istituzioni (tra cui in primis SIAT - Società Italiana di Analisi Tecnica), è stato possibile raggiungere più di 500 investitori italiani, e sottoporre loro la survey in questione. Attualmente le analisi sono in corso di lavorazione, ma i risultati preliminari paiono di assoluto interesse.

Si tratta di un campione fortemente eterogeneo, sia in termini di età (da 18 a 80 anni) sia in termini di titolo di studio (da licenza media a dottorato di ricerca); gli investitori sono quasi tutti maschi (92%) e occupati (73%), studenti (6%) o pensionati (9%). La maggior parte di loro è composta da trader autodidatti (56%). Proprio in tema di formazione e competenze, emerge da subito un dato preoccupante, visto che 54% di loro non ha completato correttamente la batteria di 5 domande sul tema *financial literacy*, domande che riguardavano aspetti del tutto basilari in ambito economico-finanziario. Passando al cuore della ricerca, l’analisi del questionario (in particolar modo, delle 21 domande sulle motivazioni individuali) svela che sono 5 le forze che spingono i soggetti ad entrare nel mondo del *trading*: ricerca di successo, necessità materiale di risorse, risparmio, passione e ricerca di emozioni. A seconda di quali di queste dimensioni prevalgono in ogni soggetto, è stato possibile costruire una tipizzazione dei *trader*, identificando 5 profili rappresentativi, che sono stati identificati come: il risparmiatore, il risparmiatore evoluto, lo scommettitore, il “nerd” e il *trader* per necessità. Il lavoro, che come detto è in fase di elaborazione, continua a pieno ritmo ed il prossimo obiettivo è delineare con precisione le caratteristiche di questi cinque archetipi d’investitori, sfruttando interamente la grande mole d’informazioni disponibili, che tra le altre cose include i loro profili operativi e cognitivo-comportamentali, le loro performance, l’attitudine al rischio, le fonti informative utilizzate e molto altro ancora. Nel prossimo futuro verranno pubblicati aggiornamenti su riviste scientifiche specializzate.



A decorative graphic consisting of several parallel, curved lines in a dark blue color. The lines originate from the left side of the page and curve towards the right, creating a sense of movement and flow. They are set against a light blue background that features a large, curved white shape in the upper left corner.

**Eventi e  
Formazione  
Assosim**





L'Associazione è da sempre impegnata nell'organizzazione di corsi, seminari, *webinar*, come strumenti di aggiornamento su tematiche regolamentari e occasioni di confronto e approfondimento, anche grazie all'intervento, in qualità di relatori, di professionisti, docenti

universitari e funzionari delle istituzioni e degli stessi intermediari. Di seguito i corsi/seminari svolti di recente e una panoramica di quelli già pianificati per i prossimi mesi:

<b>Evento</b>	Una lettura del settore delle SIM attraverso l'analisi dei bilanci realizzata dalla società di consulenza DEM&P: un settore diversificato (per offerta) e concentrato (per risultati) (5 aprile)
<b>Corso</b>	Webinar percorso formativo ESG.Academy: "La creazione e il rischio dei portafogli ESG" (13 aprile)
<b>Evento</b>	Impatto della riforma della giustizia civile sui mercati finanziari (14 aprile)
<b>Evento</b>	DDL rilancio competitività dei mercati finanziari italiani (19 aprile)
<b>"Caffè in compagnia"</b>	Operational Resilience: novità, impatti, sfide e prospettive (27 aprile)
<b>"Caffè in compagnia"</b>	Politica monetaria, inflazione e impatto sui mercati (5 maggio)
<b>Evento</b>	La formazione delle regole europee - incontro con il Prof. Avv. Enzo Moavero Milanese (8 maggio)
<b>"Caffè in compagnia"</b>	I vantaggi di un sistema unico per la gestione di EMIR Refit (10 maggio)
<b>Evento</b>	L'Arbitro per le Controversie Finanziarie (ACF): evoluzione della "giurisprudenza" del Collegio (7 giugno)
<b>"Caffè in compagnia"</b>	Legge n. 220/2021 : strumenti per individuare le imprese produttrici di mine antipersona, munizioni e submunizioni a grappolo (14 giugno)
<b>Corso con Euronext Academy</b>	Evoluzione e aggiornamento del ruolo della funzione compliance alla luce di MiFID II e delle linee guida ESMA (5 luglio)
<b>Evento</b>	Soluzioni e strumenti di tipo arbitrale e civilistico per risolvere le controversie con i clienti e gestire i reclami (4 o 5 ottobre)
<b>Corso con Euronext Academy</b>	La disciplina antiriciclaggio (27-28 novembre)
<b>Corso con Euronext Academy</b>	La disciplina sul Market Abuse (4 dicembre)

