



AMF ITALIA

ASSOCIAZIONE INTERMEDIARI
MERCATI FINANZIARI

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione
e approfondimento

Anno II Numero 3/2024

Quaderni AMF Italia

Rivista di informazione e approfondimento

Anno II
Numero 3 - 2024

Direzione

Marco Ventoruzzo (*direttore responsabile*)*

Gianluigi Gugliotta – Miriam Felici

Comitato scientifico

Marco Ventoruzzo (*coordinatore*)

Andrea Pisaneschi - Andrea Sironi - Enzo Moavero Milanesi - Filippo Annunziata - Luca Rossi - Luisa Torchia

Marco Onado - Paola Severino - Piergaetano Marchetti - Raffaele Lener

Comitato editoriale

Federico Riganti (*coordinatore*)

Riccardo Canossa – Michele Corgatelli – Giulia Schneider

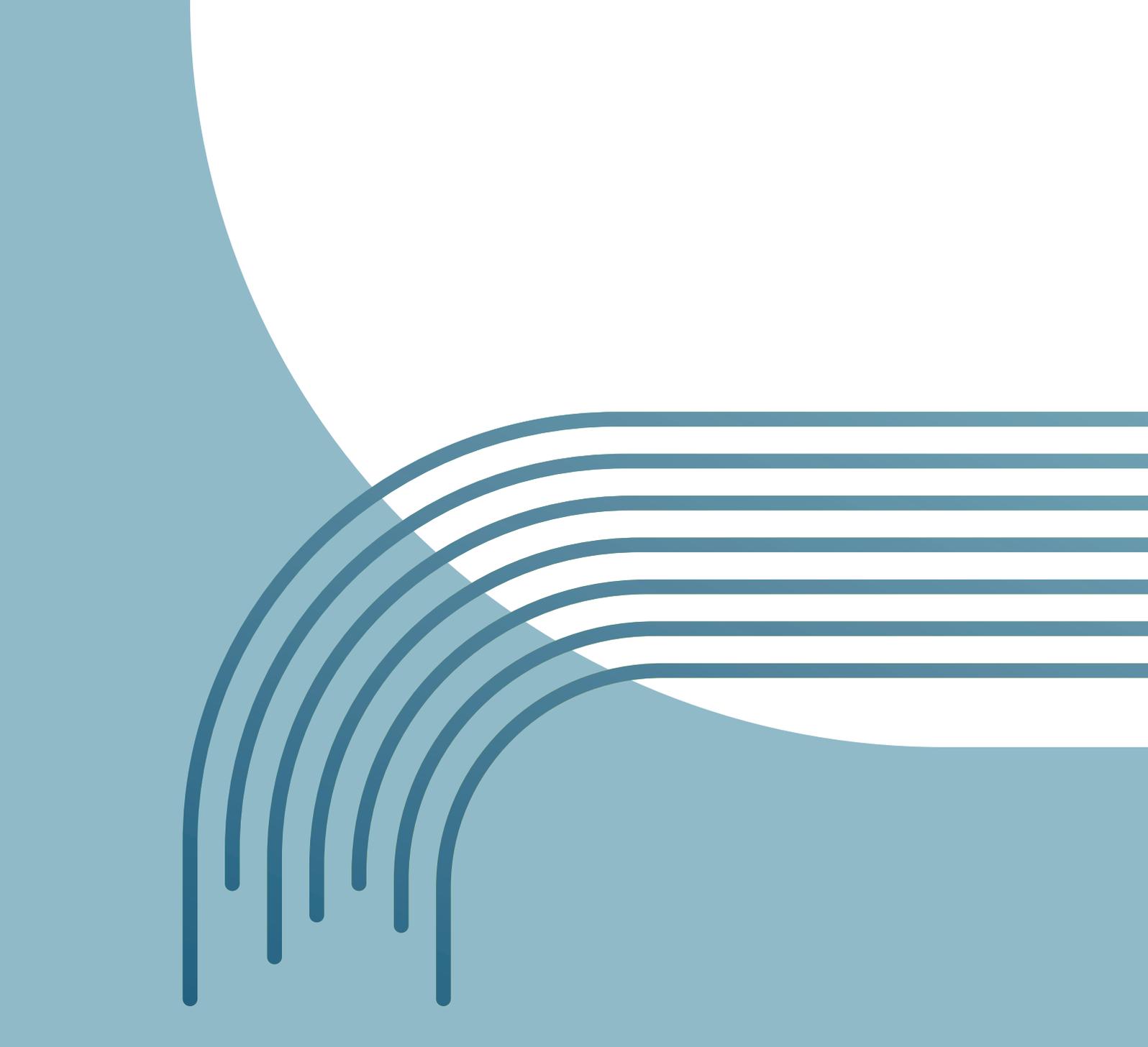
Email redazione: rivista@amfitalia.org

I Quaderni AMF Italia 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 dall'Associazione.

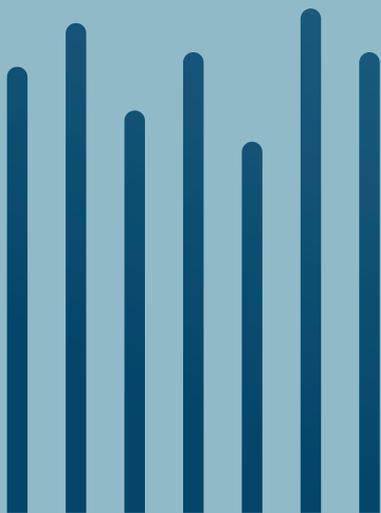
** "Iscritto nell'Elenco Speciale dei Direttori Responsabili di periodici o riviste a carattere tecnico, professionale o scientifico annesso all'Albo dei Giornalisti della Lombardia (delibera del 24 aprile 2024)".*

Indice

Editoriali	7
Market abuse, dati empirici e disciplina. di Francesco Mucciarelli	8
Novità regolamentari e giurisprudenziali	13
Le novità relative alla prestazione dei servizi di investimento. La posizione del Consiglio UE su MiFID II. di Matteo Arrigoni e Antonio Savazzi	15
La <i>Retail Investment Strategy</i> e la riforma della disciplina MiFID II in materia di <i>inducement</i> . di Francesco Del Signore	18
L'applicabilità <i>ratione temporis</i> delle politiche retributive in base alla disciplina AIFMD: la sentenza della CGUE nella Causa C-174/23. di Thomaz de Arruda	23
Gli Orientamenti ESMA in materia di sostenibilità e denominazione dei fondi di investimento. di Andrea Cardani	36
La <i>Corporate Sustainability Due Diligence Directive</i> . Alcune riflessioni sulle sfide future per le imprese europee. di Gianpaolo Panetta	30
Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e criticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088. di Antonio Davola	33
La nuova compliance sulla sicurezza informatica alla luce del <i>Digital Operational Resilience Act</i> ("DORA"): tra rivoluzione culturale e nuovo framework regolamentare. di Savino Casamassima	39
La sicurezza economica europea e la digitalizzazione del settore finanziario tra cybersicurezza e resilienza operativa digitale. di Matteo Pignatti	44
Le prospettive dell'intelligenza artificiale nel mercato finanziario e per le autorità di vigilanza. di Maria Antonietta Scopelliti	48
Cenni sui profili strutturali del c.d. Patrimonio Rilancio di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. di Luca Vernero	52
Giurisprudenza	55
Massime a cura di <i>Iunio Giraudo</i> .	
Angolo fiscale	59
Compliance fiscale: con gli ultimi aggiornamenti si avvicina il momento della scelta. di Patrizio Braccioni	60
<i>Tobin Tax</i> sui trasferimenti di azioni nel contesto di un'OPA: è applicabile l'aliquota ridotta? di Stefano Brunello Dormal e Simone Bertolami	63
Uno sguardo al mercato	67
Una panoramica dei mercati azionari italiani a seguito della migrazione sulla piattaforma Optiq®: scam- bi, qualità del mercato e sviluppi funzionali. di Euronext	68



Editoriali



Market abuse, dati empirici e disciplina

di Francesco Mucciarelli

Fra il 2007 e il 2023 Consob ha definito complessivamente 165 procedimenti sanzionatori, dei quali 97 concernenti fatti di abuso di informazioni privilegiate e 68 riguardanti fatti di manipolazione del mercato (in ragione d'anno: meno di 10 in totale, poco più di 5 per l'abuso di informazioni privilegiate e 4 per la manipolazione del mercato). Se si considera il periodo successivo all'entrata in vigore (luglio 2016) del regolamento 596/14, i numeri decrescono: dei 48 totali, 32 (poco più di 4 l'anno) riguardano l'abuso di informazioni privilegiate e 16 (appena sopra i 2 per anno) sono relativi alla manipolazione del mercato.

Sul versante penale, detto che i ricordati procedimenti hanno comportato la corrispondente segnalazione all'Autorità Giudiziaria (che però non sempre vi ha dato seguito), non risultano disponibili dati precisi e affidabili in ordine ai procedimenti penali in materia di market abuse, ma è esperienza condivisa fra gli operatori del settore che rarissimi sono i casi giudiziari che non traggano origine da segnalazioni di Consob (e quando ciò accade, avviene in genere nel contesto di vicende relative a reati di bancarotta societaria, al cui interno emergono per lo più fatti di manipolazione informativa ormai molto risalenti nel tempo). Sicché anche il lato penale segnala una singolare rarità di illeciti di abuso di mercato.

I dati empirici disponibili sembrano dunque disegnare una realtà distante dalla sua rappresentazione, che in molti e differenti contesti lamenta un eccesso repressivo, conseguenza di un assetto normativo soffocante, che stenderebbe sull'attività degli operatori una rete irta di controlli occhiuti e pervasivi.

Il tema si presta facilmente a variazioni ideologicamente condizionate, destinate a privilegiare le convinzioni assiologiche quando non anche più o meno trasparenti interessi (magari legittimi) propri dell'ambito di appartenenza (culturale, politica, economica, sociale, di categoria, ecc.) del locutore.

Lo spazio breve di queste notarelle non permette cer-

to riflessioni argomentate sulle questioni sottese e neppure una ricognizione analitica dei dati empirici, il cui esame nel dettaglio sembra promettere comunque sviluppi interessanti.

Partendo dall'assunto, altrove diffusamente argomentato¹, che il mercato necessita strutturalmente di una regolamentazione eteronoma, si cercherà qui più modestamente di cogliere il senso di quella (apparente?) distanza fra doglianze riguardanti l'eccessività di "lacci e laccioli" e la registrata esiguità di accertamenti attestanti violazioni all'apparato precettivo (cui corrisponde un altrettanto ridotto momento sanzionatorio) giudicato (in modo pressoché unanime) eccessivo per ampiezza e rigore.

Una prima elementare spiegazione suggerisce che il rarefatto numero di conseguenze sanzionatorie dipenda da un generalizzato, diffuso atteggiamento di rispetto della legalità, che pervade la quasi totalità degli operatori. Spiegazione in astratto ammissibile, che trova tuttavia solide ragioni di confutazione in un duplice ordine di fattori.

Per un verso, rispetto ad altri fenomeni di devianza collocati in ambiti assimilabili in quanto connessi all'agire nelle attività economiche e d'impresa (ad es.: infedeltà fiscale, rapporti con la pubblica amministrazione, tutela dell'ambiente e delle condizioni di lavoro, ecc.), una siffatta spiegazione porrebbe il dato empirico concernente la tutela del mercato in una manifesta e contraddittoria controtendenza: ciò che è del tutto implausibile.

Per altro canto, non deve sfuggire la portata del fenomeno della *cd cifra oscura* (*rectius*, 'campo oscuro') dei reati: patrimonio ormai sicuro della più avvertita criminologia, tale concetto designa il territorio dei comportamenti devianti bensì commessi, ma rimasti del tutto ignoti alle autorità preposte al controllo e all'accertamento. Fenomeno presente rispetto a ogni categoria di illeciti (in misura ovviamente anche molto differenziata in ragione della relativa tipologia), ma

1. Sia permesso far rinvio a F. MUCCIARELLI, *Mercato finanziario e tutela penale*, in *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, in *Trattato teorico-pratico di diritto penale*, diretto da F. Palazzo, C.E. Paliero, M. Pelissero, Giappichelli, Torino, 2024, 111-136, nonché F. MUCCIARELLI, *Il diritto penale della colpa e la responsabilità degli enti: tra (irrisolte) questioni dogmatiche e (pressanti) esigenze politico-criminali*, in AA. VV., *La scienza della legislazione penale e prospettive di razionalizzazione*, a cura di C.E. Paliero, V. Mongillo, R. Bartoli, ESI, Napoli, 2024, 479-555.

che registra i suoi livelli quantitativamente più alti (per motivi assai diversi) negli illeciti relativi alla microcriminalità dei reati di profitto (*id est*: furto, truffa, appropriazione indebita, ecc.) e in quelli tradizionalmente raggruppati sotto l'etichetta "reati economici" (*id est*: quelli legati all'agire dell'impresa).

Se la spiegazione appena sopra prospettata non sembra convincente, neppure quella che pretendesse di attribuire la ragione della cennata discrasia soltanto alla inadeguatezza degli apparati di indagine e di accertamento riesce appagante. A tacer di ogni altra considerazione, la qualità (intesa come efficienza) dei controlli, dai quali dipende per la gran parte l'effettività delle norme², è condizionata dalle norme precettive e, più esattamente, dalle loro caratteristiche sul piano della *precisione* e della *determinatezza*³.

Quest'ultima notazione autorizza forse un piccolo passo avanti per mostrare che la distanza fra le due asserzioni in principio richiamate, la loro quasi radicale contraddittorietà, è più apparente che effettiva. Ed anzi, se considerate in una differente prospettiva, esse mostrano una coerenza di fondo e conducono a qualche ulteriore riflessione.

Muovendo dall'ovvia constatazione che una disposizione normativa a contenuto precettivo vale in quanto espone in maniera precisa e determinata un comando/divieto che ne costituisce il contenuto, è facile arguire che la precisione e la determinatezza dell'enunciato linguistico, nel quale la disposizione consiste, sono funzionali non soltanto all'osservanza del precetto (in quanto il destinatario ha di fronte a sé una mappa nella quale sono tracciati in modo chiaro i confini tra lecito e illecito), ma altresì alle fasi del controllo e della eventuale successiva applicazione della conseguenza sanzionatoria. Fasi, queste ultime, che, implicando pur in forme diverse il momento applicativo della norma, comportano una previa interpretazione della stessa, indispensabile per il suo riferimento al caso concreto. Sicché precisione e determinatezza, contribuendo in modo decisivo alla interpretazione,

finiscono con lo svolgere un ruolo essenziale per conseguire un'applicazione efficiente del dettato normativo, a principiare dalla fase del controllo⁴.

Se dal riferimento alla singola disposizione ci si sposta all'ammagliatura delle norme che costituiscono il sistema di disciplina, è immediatamente evidente come i caratteri della precisione e della determinatezza acquistino un rilievo ancora maggiore nell'economia delle fasi attinenti all'osservanza del precetto (più in generale: della legalità) e al controllo/applicazione.

La comprensione del dettato prescrittivo (per adeguarsi, per controllarne il rispetto, per accertarne l'eventuale violazione) ne sconta in modo indefettibile l'interpretazione sistematica, chiamata a cogliere il significato letterale della disposizione nel contesto dei riferimenti (diretti e indiretti) all'universo normativo nel quale è collocato.

Ne viene, per conseguenza, che un sistema di disciplina sicuramente complesso, articolato su fonti legali diverse (disciplina interna/disciplina eurounitaria) discutibilmente coordinate, con intersezioni forti di regole di matrice sub-legislativa, interpolate da provvedimenti di varia natura provenienti da autorità regolatorie, rispetto al quale anche il formante giurisprudenziale presenta una duplice provenienza (interna e sovranazionale), restituisce a tutti gli interessati (i partecipanti al mercato che vi si devono adeguare, i soggetti chiamati al controllo, le autorità – di vigilanza e giudiziaria – chiamate all'accertamento della violazione e all'applicazione dell'eventuale sanzione) uno spartito di lettura, a dir poco, incerta, rispetto al quale decidere se e quali siano le stonature riesce non agevole.

Si badi: la presente notazione deriva dalla mera constatazione della struttura dell'assetto normativo per come esso è formato. Incrementa poi in modo sensibile la complessità dello spartito (e la conseguente difficoltà di lettura) la diffusamente lamentata scarsa qualità della fattura 'tecnica' delle disposizioni, destinata, fra l'altro, a riflettersi in modo pernicioso

2. Molto semplificando, il concetto di effettività, elaborato in relazione alle norme penali d'incriminazione, rimanda al rilievo che la funzione stessa della norma (specialmente sul versante della prevenzione generale) è condizionato dalla probabilità della sua concreta applicazione. In proposito si veda per tutti C.E. PALIERO, *Il principio di effettività nel diritto penale*, ESI, Napoli, 2011.

3. Forme di espressione del superiore principio di legalità (presidiato dall'art. 25 Cost.), i principi di precisione e determinatezza, unitamente al principio di tassatività, accedono al canone della riserva di legge. Per quanto qui interessa, il principio di precisione vincola il legislatore a formulare le norme incriminatrici nella forma più chiara possibile, mentre quello di determinatezza esige che vengano incriminati soltanto fatti suscettibili di essere accertati e provati nel processo: in proposito si veda, G. MARINUCCI, E. DOLCINI, G. GATTA, *Manuale di diritto penale, Parte generale*, XIII ed., Giuffrè, Milano, 2024, 77 e segg.

4. Sul punto, diffusamente (ma scusandomi per l'ineleganza dell'autocitazione), v. F. MUCCIARELLI, *Il diritto penale della colpa*, cit., 498.

quando si debba – come è pressoché sempre necessario – collegare la singola disposizione con altre che costituiscono la complessa ammagliatura del sistema. La sintesi sembra a questo punto possibile: un siffatto contesto normativo, afflitto dalle criticità in modo sommario enunciate, giustifica, da un lato, le doglianze richiamate in esordio e, dall'altro, si presenta come uno dei fattori ai quali far risalire i motivi dei rammentati dati empirici.

Fattore, beninteso, non esclusivo, posto che ad esso si affiancano profili avversi collegati alla scarsità delle risorse disponibili per le attività di controllo, alla complessità e alla intrinseca lentezza dei procedimenti di accertamento e di applicazione delle sanzioni. Profilo, quest'ultimo, che ha ormai un ben documentato riflesso sulla effettività delle norme a contenuto precettivo: l'intuizione di Cesare Beccaria, che nella coerente e sollecita applicazione della sanzione per la violazione commessa intravide per primo un effetto di portata general preventiva in quanto capace di trasmettere ai consociati un concreto messaggio suggestivo della serietà della comminatoria e, per conseguenza, idoneo a conformare la condotta dei consociati stessi vero il rispetto della legge, ha ormai trovato consolidata conferma negli studi empirici dei criminologi.

L'apparente contraddittorietà di cui diceva all'inizio sembra allora ricomporsi in una visione coerente, ancorché ben poco consolante.

L'ipertrofia del sistema di disciplina e le criticità che lo affliggono, contribuiscono in modo preponderante alla sua stessa ineffettività, trasmettendo ai destinatari dei precetti un messaggio (implicito ma) sostanzialmente disincentivante in ordine al rispetto delle regole.

L'interprete non può che constatare lo stato delle cose e segnalare che in un settore, della cui rilevanza nelle economie capitaliste di mercato non è lecito dubitare, l'effetto è quello lucidamente descritto quasi cinquant'anni fa da uno dei massimi studiosi del diritto penale dell'economia: *«l'imposition de limites pénalement sanctionnées est compatible avec la liberté d'initiative, à la condition qu'elle soient clairement et précisément établies. L'incertitude sur la vigueur*

*d'une loi pénale en raison d'un possible conflit avec le droit communautaire ne fait que favoriser les entrepreneurs les moins scrupuleux, prêts à prendre le risque d'une condamnation. La concurrence en est évidemment faussée»*⁵.

Senza appropriati interventi legislativi, non è certo azzardato osservare che il rispetto della normativa anche in questo, come in altri settori del diritto penale (o, più genericamente, sanzionatorio) dell'economia rimarrà per la gran parte affidato alla personale propensione di chi vi è già incline, situazione che espone gli "osservanti" al rischio di subire una concorrenza illecita che, paradossalmente, trova la sua origine nella legge e nelle sue manchevolezze.

Ma l'impegno del legislatore di una divisata riforma non potrà certo esaurirsi in un intervento di mera semplificazione, limitato a rendere maggiormente appetibile il mercato al prezzo di un affievolimento dei controlli e di un abbassamento della protezione del fondamentale canone della trasparenza (intesa la nozione nel senso più ampio).

Se la condivisibile notazione keynesiana, che vede nel mercato il luogo dove il risparmiatore si fa investitore e dove le imprese produttive di beni e servizi (vero nucleo portante di una efficiente economia capitalista) possono approvvigionarsi di mezzi finanziari senza ricorrere esclusivamente al canale del credito bancario⁶, porta a ritenere l'attrattività del mercato un interesse da perseguire, è altrettanto indubitabile che le caratteristiche dell'attrattività dovranno essere misurate sull'idealtipo dell'operatore corretto.

Un'attrattività a qualunque costo (ispirata alla logica del profitto "costi quel che costi", alla logica contro la quale è stata introdotta la responsabilità diretta degli enti e delle persone giuridiche con il d. lgs 231/01) finirebbe con l'attrarre soprattutto quegli operatori meno scrupolosi di cui parlava Cesare Pedrazzi già mezzo secolo fa, fomentando una versione peculiare di "market shopping". Tanto più in momento come quello presente nel quale, malgrado le rovinose esperienze della deregulation e della iper-finanziarizzazione dell'economia⁷, si affacciano strumenti assolutamente speculativi come le cripto monete.

Alla necessità di trovare un soddisfacente equilibrio

5. Così C. PEDRAZZI, *Droit Communautaire et droit pénal des Etats Membres*, in AA.VV., *Droit Communautaire et droit pénal. Colloque du 25 octobre 1979*, Milano 1981, 49 ss., ora in C. PEDRAZZI, *Diritto penale*, vol. I, Milano 2003, 441.

6. In questo senso J.M. KEYNES, *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino 1971, passim; in senso analogo, L. Loss, *The Fiduciary Concept as Applied to Trading by Corporate «Insider» in the United States*, in *ModLawRev* 1970, 34.

fra le diverse esigenze di assicurare regole e controlli efficienti e adeguati da un lato e, dall'altro, di non soffermare gli operatori con una rete di vincoli sostanzialmente superflui perché troppo distanti dal momento offensivo (in senso penalistico: lesivo o di esposizione a pericolo) del bene protetto, si aggiunge per il legislatore un ulteriore tema critico.

Il breviliquio “globalizzazione” descrive un fenomeno che spiega effetti in ogni ambito e tipicamente nel settore della devianza (qualunque sia il genere tipologico delle attività illecite) l'irrelevanza dei confini nazionali costituisce un dato di fatto da tempo noto alla riflessione penalistica e criminologica. Riportando al settore d'interesse (la disciplina del mercato e i comportamenti in tale ambito devianti) i principali fra gli snodi problematici emersi nella considerazione della “globalizzazione della devianza”, è qui bastevole segnalare quelli attinenti dapprima ai profili processuali: la competenza a conoscere dell'illecito, rispetto al quale è necessario individuare il “luogo” della sua commissione (difficoltà spesso acuita dalla circostanza che ben frequentemente le condotte hanno perduto una percepibile materialità, consistendo in comportamenti virtuali che si manifestano nelle reti informatiche), senza dimenticare che siffatta peculiarità spiega i suoi effetti anche rispetto al momento (antecedente) dello svolgimento delle indagini. Rispetto ai profili sostanziali, la stessa costruzione delle fattispecie d'illecito dovrebbe tener conto di siffatta realtà, riflettendo quantomeno sulla circostanza che effetti lesivi (o anche solo di esposizione a pericolo) sul mercato disciplinato dalla normativa interna possono essere determinati da condotte poste in essere in luoghi (fisici o virtuali) non assoggettati alla stessa disciplina.

Se il fenomeno della globalizzazione interpella forte-

mente il legislatore, non meno forte è la domanda che proviene da un altro mutamento strutturale della realtà oggetto della disciplina della quale qui si discorre. La rivoluzione informatica, l'ormai quasi assoluta prevalenza della negoziazione algoritmica ad altissima frequenza, l'irruzione dell'intelligenza artificiale (in sostanza semplificata: reati neurali di algoritmi capaci di processi di autoapprendimento e di elaborazione autonoma) interrogano il legislatore e impongono a coloro che intendono occuparsi della materia riflessioni che debbono necessariamente assumere prospettive ben diverse da quelle sulle quali si sono forgiate nei secoli le stesse categorie di riferimento della dottrina penalistica (o, più in generale, degli studi sui comportamenti devianti)⁸.

Un esempio e una metafora per concludere: per il penalista, un illecito può esistere soltanto se vi è una colpevole condotta umana (attiva od omissiva) che, integrando le modalità descritte nella fattispecie astratta, ha lesa o esposto a pericolo un bene giuridico.

Quanto è possibile utilizzare questo assioma di fronte a una negoziazione conseguente a un ordine generato da un'intelligenza artificiale?

È possibile mantenere la struttura del delitto di manipolazione del mercato (art. 185 TUF), che nella sostanza ripete la formula introdotta per prima volta nel nostro ordinamento con l'art. 5 l. 157/1991, quando le negoziazioni erano ancora affidate ai procuratori alle grida?

7. Sulla *deregulation* in materia di mercati finanziari attuata negli USA alla fine del secolo scorso e per un'analisi delle ricadute di tale opzione di policy rispetto alla crisi globale del 2008, v. J.A. TATOM, *Financial Legislation: The Promise and Record of the Financial Modernization Act of 1999*, in J.A. Tatom (ed. by) *Financial Market Regulation. Legislation and Implications*, Springer, 2011, 3 ss.; P.J. WALLISON, *Did the “Repeal” of Glass-Steagall Have Any Role in the Financial Crisis? Not Guilty. Not Even Close*, ivi, 19 ss.; A.D. HALM-ADDO, *The 2008 Financial Crisis: The Death of an Ideology*, Dorrance, 2010, 2 ss. Ciò che, da altro punto di vista, rimanda al tema dell'autoregolamentazione e alle sue criticità. In proposito, oltre ai lavori di Akerlof e Shiller (G. AKERLOF, R. SHILLER, *Animal Spirits: How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*, Princeton University Press, 2009, trad. it., *Spiriti animali. Come la natura umana può salvare l'economia*, Milano, 2009; G. Akerlof, R. Kranton, *Economia dell'identità. Come le nostre identità determinano lavoro, salari e benessere*, Bari, 2012; G. AKERLOF, R. SHILLER, *Phishing for Phools: The Economics of Manipulation and Deception*, Princeton University Press, 2015, trad. it., *Ci prendono per fessi: L'economia della manipolazione e dell'inganno*, Milano, 2016; R.J. SHILLER, *Euforia irrazionale*, Bologna, 2009; Id., *Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic Events*, Princeton University Press, 2019, trad. it. *Economia e narrazioni. Come le storie diventano virali e guidano i grandi eventi economici*, Milano, 2020), con riguardo ai riflessi penalistici, si veda per tutti B. E. HARCOURT, *L'illusione del libero mercato. Il sistema penale e il mito dell'ordine naturale*, Vicenza, 2021. Nella prospettiva del rapporto diritto/formazione della ricchezza, v. K. PISTOR, *Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e diseguaglianza*, Roma, 2021.

8. In proposito, per tutti, v. F. CONSULICH, *Intelligenza artificiale e reati finanziari*, in AA. VV., *Reati in materia bancaria e finanziaria*, a cura di F. Consulich, Torino, Giappichelli, 2024, 236.

LookOut, il tuo alleato per rispettare ogni obbligo di segnalazione

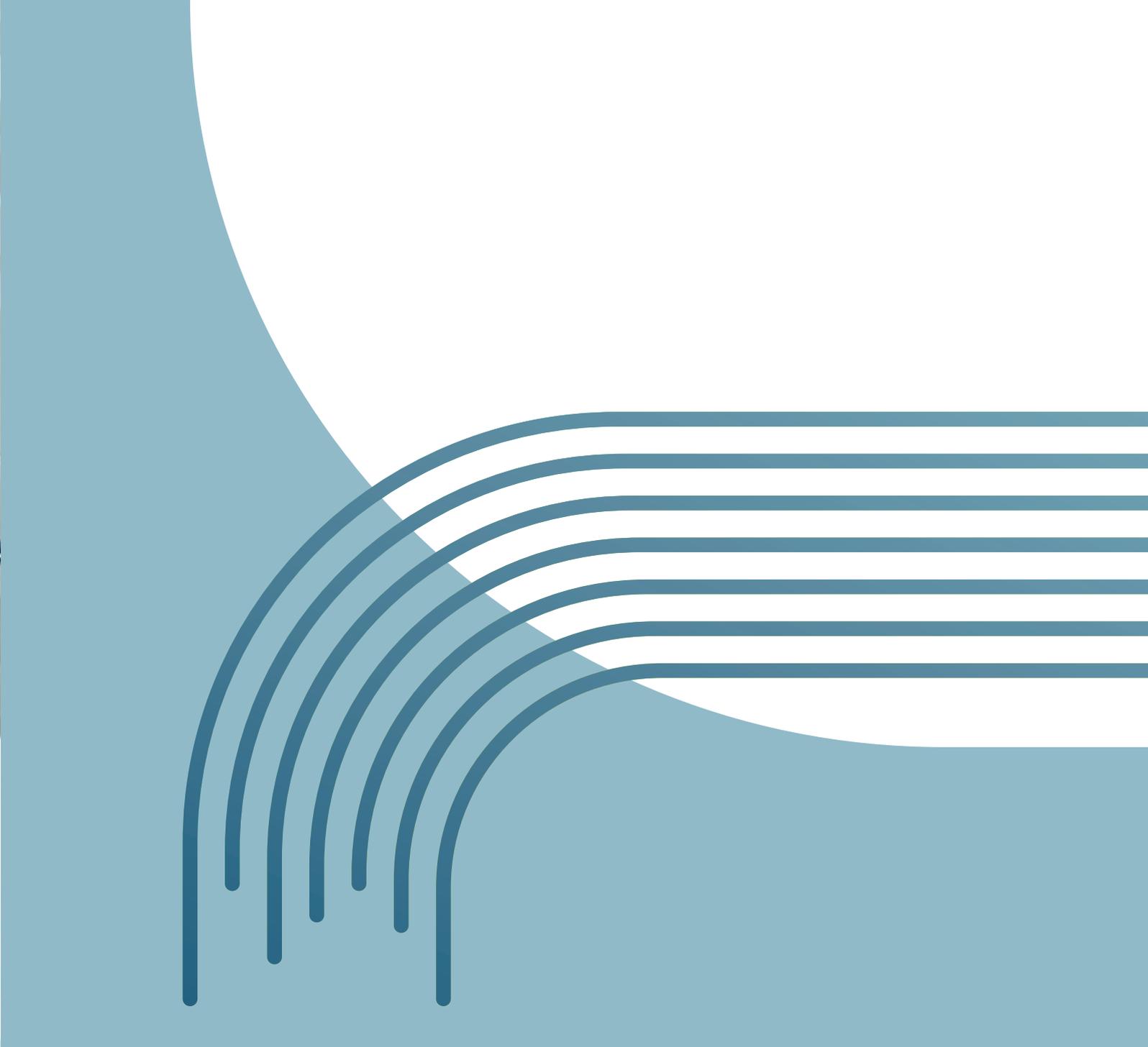


List 

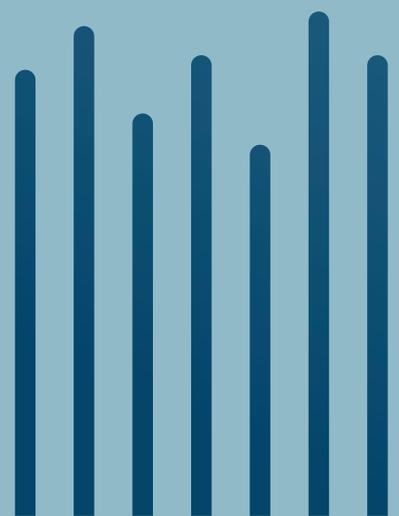
An ION company



LookOut



Novità regolamentari e giurisprudenziali



Le Novità relative alla prestazione dei servizi di investimento

La posizione del Consiglio UE su MiFID II

di Matteo Arrigoni (Università Cattolica del Sacro Cuore)
Antonio Savazzi (Associate Director - Protiviti)

1. Introduzione

Nel maggio 2023, la Commissione europea ha proposto un pacchetto normativo relativo agli investimenti al dettaglio (*Retail Investment Package*, RIP), volto a «garantire che il quadro giuridico per gli investimenti al dettaglio responsabilizzi sufficientemente i consumatori, incoraggi risultati migliori e più equi sul mercato e, in ultima analisi, crei le condizioni necessarie per aumentare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali»¹. A tal fine, il RIP intende modificare le regole che si applicano alla prestazione dei servizi di investimento, alla gestione dei fondi comuni di investimento e alla distribuzione assicurativa.

Qui saranno sintetizzate le principali modifiche al regime sulla prestazione dei servizi di investimento contenuto in MiFID II, introdotte dalla versione pubblicata dal Consiglio il 12 giugno 2024 (d'ora in poi "MiFID II Council")², successiva alla proposta della Commissione del 24 maggio 2023, nonché alla versione contenuta nel parere del Committee on Economic and Monetary Affairs del Parlamento europeo del 2 aprile 2024.

Pur nella consapevolezza che le norme discusse potranno essere modificate e richiedono, in ogni caso, un'approvazione definitiva, è possibile formulare un primo commento.

2. Le comunicazioni e le pratiche di marketing

Per tutelare gli investitori al dettaglio dalle comunicazioni e pratiche commerciali ingannevoli, il Consiglio conferma l'impostazione della Commissione e del Parlamento europeo e si affida a una triplice strategia normativa.

Avendo riguardo alla disciplina di trasparenza, anzitutto, gli intermediari hanno l'obbligo di individuare chiaramente le comunicazioni di *marketing* e di ga-

rantire che siano adeguatamente attribuite all'impresa di investimento, nonché quello di definire, formulare e presentare comunicazioni e pratiche di *marketing* in modo imparziale, chiaro e non fuorviante, con un equilibrio nell'esposizione di benefici e rischi (art. 24c(1)(2), MiFID II Council). In secondo luogo, con riferimento alla regolamentazione del prodotto, le imprese di investimento provvedono a che la strategia di distribuzione degli strumenti finanziari che realizzano sia compatibile con il *target market* individuato, anche in relazione alle comunicazioni e pratiche di *marketing* (art. 24(2)(b) MiFID II Council). Infine, relativamente alle misure organizzative, gli intermediari sono tenuti a definire, approvare e controllare «una politica in materia di comunicazioni e pratiche di *marketing* volta a garantire il rispetto degli obblighi previsti» dal nuovo articolo 24c (art. 9(3), co. 2, (d) MiFID II Council), agevolato dal fatto che gli organi di gestione ricevono relazioni annuali sull'uso delle comunicazioni di *marketing* e delle relative strategie (art. 24c(5) MiFID II Council).

In virtù di tali novità, gli intermediari saranno chiamati a definire - o revisionare, se già presenti - specifici processi connessi alla gestione delle comunicazioni o pratiche di *marketing*, in modo integrato con quelli relativi alla *product governance*. Al riguardo, un'efficace attuazione delle nuove previsioni passerà attraverso una chiara attribuzione dei ruoli e delle responsabilità e la definizione di un processo strutturato che consenta la piena ricostruibilità dell'iter decisionale e preveda attività di controllo adeguate e tracciabili, eventualmente anche con il supporto di strumenti di *business process management*.

1. Così Commissione europea, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive 2009/65/CE, 2009/138/CE, 2011/61/UE, 2014/65/UE e (UE) 2016/97 per quanto riguarda le norme dell'Unione a tutela degli investitori al dettaglio*, Bruxelles, 24.5.2023 COM(2023) 279 final, 1.

2. Per un approfondimento sulle novità qui descritte, nonché su altre novità che per esigenze di spazio non saranno trattate (ad esempio, in materia di appropriatezza e classificazione della clientela), sia consentito il riferimento a M. ARRIGONI - A. SAVAZZI, *Le novità MiFID II del Retail Investment Package nella versione del Consiglio UE*, luglio 2024, in *dirittobancario.it*

3. Product governance e Value for Money

Per ridurre l'eventualità che gli investitori ricevano prodotti con uno scarso o nullo rapporto qualità-prezzo (c.d. *Value for Money*, V4M), il RIP si affida a un modello innovativo, sul lato dell'offerta, volto a identificare i "difetti" di un prodotto dalla comparazione con i suoi simili.

Nell'impostazione del Consiglio, il c.d. "*V4M assessment process*" richiede agli intermediari di identificare i prodotti equivalenti, utilizzando criteri quali il tipo di prodotto, il livello di rischio, le strategie, gli obiettivi, periodo di detenzione e caratteristiche di sostenibilità (art. 16-a(1), co. 3, MiFID II Council). Il confronto poi è con un "gruppo di pari" identificato da ciascuna impresa di investimento, oppure, se «*appropriate and feasible*» per ESMA e se previsto dallo specifico Stato membro, con un *benchmark* previsto da ESMA (art. 16-a(1), co. 3 e 8, MiFID II Council). Per creare i "gruppi tra pari", infine, gli intermediari ricevono gli *input* resi disponibili da ESMA (art. 16-a(9a), co. 1 e 3, MiFID II Council). Particolarmente significativa risulta, in questo ambito, la modifica dei rimedi da attuare in caso di deviazione dal confronto con gli altri prodotti. Nella versione del Consiglio, la deviazione di un prodotto dal "gruppo di pari" comporta un obbligo di motivazione aggiuntivo e l'obbligo per l'impresa di investimento di «*take appropriate actions to ensure value for money*», documentate da un *compliance report* (art. 16-a(1), co. 6, MiFID II Council).

Oltre all'adozione di adeguate misure organizzative, particolarmente significativo risulterà per gli intermediari il rispetto dell'obbligo di motivazione, a maggior ragione in un contesto in cui vi sono incertezze interpretative su come colmare la lacuna relativa all'*enforcement* pubblico.

4. L'obbligo di servire al meglio l'interesse dei clienti e la valutazione di adeguatezza

Il RIP intende aumentare la tutela degli investitori, precisando la norma dal contenuto generale secondo cui le imprese di investimento devono agire «in modo onesto, equo e professionale, per servire al meglio gli interessi dei loro clienti» (art. 24(1) MiFID II) e modificando la valutazione di adeguatezza.

Più nel dettaglio, quando presta il servizio di consulenza, l'intermediario deve considerare anzitutto un ampio *range* di strumenti finanziari, selezionati sulla base di criteri fissati dalla legge, quali, ad esempio,

tipologia, prodotti sottostanti e caratteristiche. In secondo luogo, è tenuto a raccomandare lo strumento finanziario più efficiente, in considerazione di alcuni criteri normativi, quali, ad esempio, *performance*, livello di rischio e costi (art. 24(1a) MiFID II Council). Inoltre, accanto a ulteriori novità - quali la verifica della composizione di eventuali portafogli titoli e del bisogno di una diversificazione: art. 25(2), co. 1, MiFID II Council -, non è possibile raccomandare un prodotto che abbia caratteristiche supplementari non funzionali al conseguimento degli obiettivi di investimento del cliente e che comportano costi aggiuntivi (art. 25(2), co. 2, MiFID II Council).

Accanto a un aumento della tutela degli investitori, tali novità potrebbero comportare una riduzione della redditività degli intermediari e incentivare questi ultimi a rivedere i propri processi di approvazione e distribuzione dei prodotti. Allo stesso tempo, una rigida interpretazione di questo criterio mal si concilia con l'impostazione politica adottata dal legislatore europeo di promuovere la finanza sostenibile: ci si potrebbe chiedere, infatti, se un prodotto con caratteristiche ESG possa essere raccomandato a chi abbia esplicitato di non avere preferenze di sostenibilità.

5. Gli inducement

Tra gli aspetti più delicati in ragione degli effetti distributivi che comporta, la disciplina delle commissioni che l'intermediario riceve da terzi per la commercializzazione di strumenti finanziari (c.d. *inducement*) è oggetto di ampio dibattito. Sul punto, il Consiglio introduce tre principali modifiche.

Primo, con riferimento all'ambito di applicazione del divieto di *inducement*, elimina il "divieto parziale" di *inducement* introdotto, invece, dalla Commissione nel caso di servizi esecutivi (ad esempio, esecuzione di ordini per conto dei clienti) e di collocamento dei prodotti di investimento al dettaglio preassemblati (c.d. PRIIPS). Allo stesso tempo, nel caso di servizi esecutivi prestati tramite strumenti digitali che prevedano un «*filtering tool*», la versione del Consiglio richiede che il filtro consenta ai clienti di identificare i prodotti che non comportano *inducement*, salvo che manchino tali prodotti e di tale evenienza occorre informare il cliente (art. 24a(7) MiFID II Council). Secondo, relativamente alle condizioni che legittimano la percezione degli incentivi, oltre a principi generali sugli *inducement* (ad esempio, l'incentivo deve essere proporzionato al valore del prodotto o del servizio; l'*in-*

ducement retrocesso da un'entità dello stesso gruppo è trattato allo stesso modo di uno fornito da una terza parte: art. 24a(2) MiFID II Council), il Consiglio introduce il c.d. "*inducement test*". Sia pur consentendo deroghe³, secondo questo test, l'intermediario deve, tra le altre cose, (i) considerare criteri qualitativi⁴, (ii) rispettare il criterio del *quality enhancement test*, (iii) provare che la struttura di costo del prodotto considera l'*inducement* nell'ambito della *product governance*, (iv) prevedere un meccanismo di reclamo da parte del cliente per ottenere l'*inducement* qualora l'intermediario violi le norme, (v) strutturare l'incentivo in modo che non preveda una componente variabile che dipenda dal volume di vendita, (vi) fondare l'*inducement* su un metodo di calcolo chiaro, trasparente e comprensibile, nonché (vi) consentire al cliente di identificare l'*inducement* separatamente da altri costi e commissioni (art. 24a(3) MiFID II Council). Terzo, il Consiglio lascia inalterata la condizione di *disclosure* per percepire gli *inducement* (art. 24a(6) MiFID II Council), il cui contenuto, nel RIP, è tuttavia ampliato (cfr. art. 24b MiFID II Council).

L'introduzione, in particolare, dell'*inducement test* non è priva di effetti distributivi. La necessità di effettuare un ulteriore *test* comporta infatti un costo per gli intermediari. Pertanto, questa strategia comporta un vantaggio indiretto per chi distribuisce strumenti finanziari senza percepire *inducement* (ad esempio, i consulenti indipendenti). Nondimeno, adempiere con efficacia a tale obbligo concorre al miglioramento effettivo dei processi distributivi e dei prodotti, con la duplice conseguenza di ridurre il rischio di dover apportare successive modifiche ai propri prodotti, nonché di immettere nel mercato prodotti con valore durevole.

3. Secondo il modello del *comply or explain*, in questo caso nei confronti dell'autorità competente: cfr. il Considerando n. 6a, co. 1, della MiFID II Council.

4. «Possible examples of qualitative criteria reflecting compliance with applicable regulations could be the number of legitimate complaints, the results of internal controls or inspections or compliance with the target market»: così il Considerando n. 6a, co. 2, della MiFID II Council.

La Retail Investment Strategy e la riforma della disciplina MiFID II in materia di inducement

di Francesco Del Signore

Introduzione

Trascorsi poco più di diciotto mesi dalla proposta della Commissione Europea (CE), approvati i mandati negoziali di Parlamento Europeo (PE) e Consiglio dell'Unione Europea (Consiglio), avviato il nuovo ciclo politico-istituzionale UE, il dossier Retail Investment Strategy (RIS) si appresta a vivere la tappa finale del proprio iter legislativo: i “triloghi” in vista dell'accordo tra co-Legislatori. Parte integrante del Piano di Azione per l'Unione dei Mercati dei Capitali, la RIS consta, sul piano formale, di un *corpus* di due atti di rango primario: una proposta di Direttiva Omnibus recante modifiche alle Direttive MiFID II, IDD, OICVM, GEFIA e Solvibilità II e una proposta di Regolamento emendativo del Regolamento PRI-IPS, complementare alla prima. Due obiettivi-chiave: 1) porre gli investitori *retail* in condizione di adottare decisioni di investimento maggiormente informate e rispondenti ai propri bisogni ed obiettivi e tutelarli adeguatamente, grazie all'accresciuta coerenza del quadro normativo; 2) stimolarne la partecipazione ai mercati dei capitali. Al cospetto delle barriere, molteplici e pervicaci, che, secondo la CE, persistono nel percorso degli investitori al dettaglio ed in linea con lo sguardo olistico da essa rivolto al segmento *retail*, è poliedrica la gamma dei profili di intervento: *product governance*, trasparenza, pratiche di marketing, adeguatezza ed appropriatezza, classificazione della clientela, educazione finanziaria. E, *ça va sans dire*, incentivi.

Gli incentivi MiFID II nel contesto della Retail Investment Strategy

Tra i più improbi ostacoli alla capacità degli investitori *retail* di beneficiare appieno dei mercati dei capitali spiccano, a giudizio della CE, i conflitti di interesse passibili di scaturire dal pagamento di incentivi tra *manufacturers* e distributori. Comprimono il rendimento netto dei prodotti di investimento, deprimono la qualità della consulenza. L'Esecutivo UE

è *tranchant*: la panoplia di dispositivi chiamati a gestirli (vincoli e condizionalità sugli incentivi, obblighi di trasparenza ecc.) è da annoverarsi tra i principali fallimenti del vigente quadro normativo MiFID II. Incapace di mitigare il pregiudizio a cui i consumatori risultano esposti, propellente della sfiducia verso i mercati dei capitali che alligna in nutrite coorti di investitori *retail*. Fallimento regolamentare, la cui gravità risulta acuita dalla rilevanza degli incentivi nella distribuzione dei prodotti di investimento al dettaglio nell'UE e dall'asimmetria informativa che affligge la relazione tra intermediari e clienti *retail*. Non sorprende, dunque, lo sbocco dell'ordito argomentativo della valutazione di impatto effettuata dalla CE: vietare *tout court* gli *inducement* segnerebbe la risposta più efficace per rimuovere o ridimensionare considerevolmente i potenziali conflitti di interesse, neutralizzando una causa primaria di pregiudizio per i consumatori. *Vexata quaestio*, nella fase prodromica all'ufficializzazione della RIS il *full ban* ha catalizzato l'interesse di istituzioni, accademia, industria e società civile in ambito UE e nazionale, polarizzando il dibattito tra due visioni antagoniste. Salvo essere accantonato, *in limine*, dalla CE. Razionale: la magnitudo dello *shock* sui sistemi di distribuzione esistenti e l'imprevedibilità *ex ante* degli effetti di questa misura. Ergo l'opzione meno draconiana prescelta dall'Esecutivo UE. Articolata lungo tre assi: 1) estensione del perimetro del *non licet*; 2) rafforzamento del principio del *best interest*; 3) miglioramento dell'informativa alla clientela.

La proposta della Commissione

Con riferimento al primo asse, alle imprese¹ che prestano servizi di ricezione e trasmissione o di esecuzione di ordini (RTO, EO) a clienti *retail* o per loro conto è proibito corrispondere e percepire incentivi ai o dai produttori dello strumento per cui il servizio è prestato. Il divieto non presenta, tuttavia, carattere di assolutezza. Il *discrimen* risiede nell'abbinamento

1. Da intendersi *supra* ed *infra* come “imprese di investimento”.

al servizio di consulenza in materia di investimenti: la CE ammette una deroga ove il servizio di RTO e/o EO reso dall'impresa sia collegato ad una o più operazioni di investimento del medesimo cliente a cui essa offra supporto consulenziale su base non indipendente. Presupposto giustificativo di questo regime derogatorio: il superiore livello di servizio che la consulenza assicurerebbe al cliente. Al di là della sfera di operatività del divieto di *inducement* per le vendite non assistite da consulenza si collocano, altresì, gli onorari o altra remunerazione che l'impresa paga a o percepisce dall'emittente per il quale presta servizi di sottoscrizione o collocamento. Ciò purché questi servizi interessino i medesimi strumenti² per i quali l'impresa eroga RTO o EO alla clientela *retail*. Nondimeno, l'alveo applicativo di questa esenzione risulta circoscritto. La *summa divisio* attraversa l'universo degli strumenti, escludendo i prodotti di investimento al dettaglio preassemblati (PRIPs) dallo spettro dei beneficiari. Il collocamento dei PRIPs soggiace alla regola generale che individua nella prestazione di consulenza la *conditio sine qua non* per legittimare gli *inducement*. *Ratio* di questo *standard* bifronte, di considerevole momento, attese varietà e diffusione dei PRIPs e peculiarità dei modelli distributivi: non penalizzare gli emittenti nella raccolta fondi sui mercati dei capitali e non pregiudicarne la capacità di raggiungere la platea di potenziali investitori con l'ausilio di intermediari specializzati. Esigenza che la CE reputa maggiormente cogente per i titoli azionari e obbligazionari rispetto ai PRIPs, generalmente creati per offrire soluzioni di investimento profilate sui bisogni degli investitori *retail*. Anche la gestione di portafoglio non si sottrae alla mano riformatrice dell'Esecutivo UE, che inasprisce le norme vigenti e assoggetta a divieto ulteriori fattispecie, proibendo alle imprese che prestano questo servizio di ricevere e corrispondere incentivi. Lungi dall'essere archiviato, il *full ban* potrebbe riaffacciarsi ad esito del processo di *review*. Decorsi tre anni dall'entrata in vigore della Omnibus, l'impatto degli *inducement* e del novellato regime della materia sarà riesaminato alla luce di potenziali conflitti di interesse e diffusione della consulenza indipendente. Qualora permanga il pregiudizio a danno dei consumatori, nonostante le salvaguardie

supplementari introdotte dal Legislatore UE, la CE potrà contemplare, tra le tante, l'ipotesi di un divieto generalizzato.

Secondo asse: il riordino *ab imis* dei paradigmi informatori della legittimità degli *inducement* e la centralità ascritta al dovere delle imprese di agire in modo onesto, equo e professionale nell'interesse del cliente. Rivelatosi, per la CE, non all'altezza delle sfide poste dai conflitti di interesse, il test di ammissibilità focalizzato sui singoli incentivi e relativa idoneità a migliorare la qualità del servizio reso al cliente (*quality enhancement*) cede il passo al test di *best interest*, che guarda direttamente al servizio di consulenza. Obiettivo: innalzarne il livello e il valore a beneficio dei clienti *retail*. Nell'*upgrade* di questo servizio, remunerato tramite gli *inducement*, la chiave in grado di legittimarli. Questo test di nuovo conio si inverte in una triade di requisiti: "*al fine di servire al meglio gli interessi del cliente*" ai fornitori di consulenza su base non indipendente si richiede di 1) prestare consulenza in base alla valutazione di un'adeguata gamma di strumenti; 2) raccomandare, tra gli strumenti identificati quali adeguati, i più efficienti in termini di costo aventi caratteristiche simili; 3) raccomandare, tra gli strumenti adeguati, almeno un prodotto sprovvisto di caratteristiche aggiuntive, non funzionali agli obiettivi di investimento del cliente e fonti di extra-costi (dei tre, probabilmente il requisito che più interroga, nell'applicazione a strumenti contenenti elementi di complessità, ad es. di tipo derivativo, nella dialettica con la valutazione di adeguatezza ecc.).

Il terzo asse di interventi si snoda attorno alla *disclosure* regolamentare. Per la CE, tessera di capitale importanza nel mosaico di regole a tutela degli investitori, stante la significatività delle ripercussioni di costi, oneri ed incentivi sui ritorni attesi, meritevole di un nuovo articolo *ad hoc* nel riformato assetto MiFID II. *Disclosure ex ante*: all'ostensione dell'informativa aggregata di tutti i costi di strumenti e servizi, in formato standardizzato – colmando una lacuna del vigente regime, a beneficio della comparabilità – si affiancano nuovi obblighi consacrati, nello specifico, agli *inducement*: esposizione separata ed in forma analitica (in caso di indeterminabilità dell'importo, comunicazione del metodo di calcolo); illustrazione

2. Da intendersi *supra* ed *infra* come "strumenti finanziari".

dell'incidenza cumulativa sul rendimento netto nel rilevante periodo di detenzione; spiegazione di finalità ed impatto, in modalità standardizzate e linguaggio intellegibile per il cliente *retail* medio. *Disclosure ex post*: salvo deroghe puntuali, l'impresa dovrà fornire al cliente *retail* un rendiconto annuale, anch'esso agevolmente comprensibile e standardizzato, che riporti le informazioni riguardanti, *inter alia*, gli incentivi pagati o percepiti per i servizi a lui resi e, previa sua richiesta, la ripartizione dettagliata per ogni strumento detenuto nel periodo *de quo*.

La posizione del Parlamento Europeo

Divergente e, in merito ad alcuni profili, antitetica alla CE la posizione del PE. Spiccano, innanzitutto, il rigetto del divieto di *inducement* per i servizi di sola esecuzione, dei regimi derogatori e della *lex specialis* per i PRIPs nonché il ripristino dello *status quo* circa la gestione di portafoglio con contestuale conferma del (solo) divieto di accettare e trattenere incentivi. A questi interventi si accompagna, naturale complemento logico-funzionale e cifra dello iato tra CE e PE, l'esclusione del *full ban* ad esito del processo di revisione. Processo che conosce una profonda rivisitazione: *ratione temporis*, con il differimento del *terminus a quo*, fissato entro cinque anni dalla data di applicazione della Omnibus; *ratione materiae*, ampliandosi il raggio dell'esame *ex post* all'impatto di ulteriori interventi novellatori di grande rilievo quali, ad es., il rafforzamento degli obblighi di *product governance* e alle dinamiche di mercato (evoluzione dei costi, livello degli investimenti *retail* ecc).

Ulteriore area di dissonanza: il test di *best interest*. Pur sposando la linea della CE circa *ratio* e ruolo dell'istituto nella rinnovata architettura MiFID II, il PE se ne discosta rispetto a quattro profili. Primo, l'adeguata gamma di strumenti permane quale base per la consulenza ma andrà adattata al *business model* dell'impresa. Secondo, "il migliore interesse dei clienti è più ampio rispetto ai costi": assioma che marca il rigetto dell'approccio della CE, attento solo alla *cost efficiency*, ed apre ad ulteriori fattori quali rendimento, livello di rischio, elementi qualitativi, costi ed oneri ai fini della raccomandazione degli strumenti "più efficienti". Terzo, cassato il requisito imperniato sulle *additional features*. Infine, obblighi aggiuntivi a carico delle imprese: informare i clienti della gamma di strumenti valutati; giustificare oggettivamente la raccomandazione di un prodotto equivalente più costo-

so; non privilegiare i propri interessi rispetto a quelli dei clienti; ove il miglior interesse di questi ultimi non trovi realizzazione grazie agli strumenti proposti, rinunciare a rendere consulenze o raccomandazioni.

Sul versante informativa *ex ante*, il PE si allontana dalla CE nella disciplina dei periodi di detenzione (segmentandola tra PRIPs e non PRIPs, a scadenza o perpetui) e nell'introduzione dell'onere a carico dell'impresa di comunicare *ex post* al cliente l'esatto *quantum* degli incentivi percepiti o corrisposti, nell'ipotesi in cui si sia rivelato impossibile determinarlo preventivamente. Rinsaldate le prerogative *ex post* dei clienti *retail*: la facoltà ad essi spettante di richiedere i dettagli dell'allocazione dei costi, incentivi inclusi, dovrà costituire oggetto di esplicita informativa a loro diretta da parte delle imprese.

La posizione del Consiglio

Respingendo il neo-rigorismo della CE circa gli incentivi connessi a servizi *execution only* e gestione di portafoglio, il Consiglio si attesta sulla posizione del PE. Di cui, per contro, accoglie solo parzialmente le istanze in tema di clausola di revisione: se anche nel *General Approach* la *review* subisce un differimento e non si rinviene traccia di *full ban* tra le possibili risultanze della stessa, il testo concordato dai Ventisette aderisce agli indirizzi euristici CE, monodirezionalmente orientati agli *inducements*, e alla relativa diade valutativa: conflitti di interesse e consulenza indipendente.

Della CE il Consiglio condivide la diagnosi i.e. la debolezza del vigente *quality enhancement test* ma non la cura, che ravvisa non già nel *best interest test* quanto piuttosto in un nuovo test di legittimità degli incentivi, articolato in due livelli. Il primo, di respiro generale, corrispondente a quattro *overarching principles* la cui osservanza andrà garantita *tous azimuts*, in caso di prestazione di qualsiasi servizio di intermediazione finanziaria, ed attestata dalle politiche o procedure in materia di *inducement* delle imprese: 1) proporzionalità tra incentivi e valore dello strumento e livello del servizio reso al cliente; 2) parità di trattamento tra gli incentivi corrisposti o accettati e trattenuti dalle entità del medesimo gruppo e da altre entità; divieto per gli incentivi di 3) incoraggiare offerta o raccomandazione al cliente di uno specifico strumento o servizio rispetto ad altri e 4) offrire vantaggi diretti all'impresa beneficiaria, ai suoi azionisti o dipendenti senza tangibile beneficio per il cliente. Il

secondo livello coincide con un *set* di requisiti operativi, da rispettare cumulativamente “*laddove applicabili*” – pena la violazione del dovere di agire in modo equo, onesto e professionale nell’interesse dei clienti – e continuativamente, finché le imprese continueranno a pagare o accettare e trattenere gli incentivi. Comune denominatore: il rimarchevole grado di dettaglio del contenuto sostanziale dei requisiti, alcuni largamente ispirati o trasposti *verbatim* dalle vigenti regole di rango secondario, con nitido *imprinting* di matrice IDD. Il miglioramento della qualità del servizio prestato al cliente, confermato con contestuale ascesa a rango primario del vigente regime di “livello 2” e delle tre ipotesi esemplificative e non tassative da esso previste, è integrato da ulteriori requisiti. L’incentivo dovrà 1) considerare criteri qualitativi quali, ad es., la conformità con i regolamenti applicabili; 2) non includere alcuna soglia variabile o contingente *et sim.* che scatti al raggiungimento di obiettivi di vendite; 3) se associato ad uno strumento, essere stato considerato nel contesto dei requisiti di *product governance* in sede di valutazione dei relativi costi; 4) basarsi su un metodo di calcolo chiaro, comprensibile e trasparente; 5) essere identificato separatamente da altri onorari, commissioni o benefici non monetari e pagamenti o benefici necessari per la prestazione del servizio. Potrà essere reclamato nel suo valore nominale, in caso di lesione degli interessi dei clienti cagionata dall’inottemperanza, da parte delle imprese, alle prescrizioni in materia di *investor protection*.

Innovatrice rispetto alla proposta CE, silente sul punto, l’attribuzione agli Stati Membri della potestà di proibire gli incentivi *in toto* o di limitarli per specifici strumenti o servizi di investimento nonché di irrigidire i criteri del nuovo test di legittimità. Il Consiglio non subordina l’esercizio di questi poteri alla sussistenza di circostanze eccezionali né prescrive agli Stati Membri di assicurare la proporzionalità delle misure adottate in attuazione degli stessi e di giustificarle in ossequio a canoni obiettivi, sottraendole altresì a qualsiasi sindacato a livello UE (ad es., un parere *ad hoc* da parte della CE). Unico obbligo imposto agli Stati Membri: notificare a CE ed ESMA le misure interdittive o restrittive senza indebito ritardo. Una proposta che, per un verso, alleggerisce le vigenti norme MiFID II in pari materia e, per l’altro, appare traslata, *mutatis mutandis*, nel quadro MiFID II *per analogiam legis* con l’IDD vigente. Ciò ancorché solo la seconda si connota quale direttiva “di ar-

monizzazione minima” e, coerentemente con questi cromosomi, non osti a misure nazionali più severe.

Sui generis la proposta sul *best interest test*. Pur confermandolo, il Consiglio sembra concepirlo in sinergia con la valutazione di adeguatezza mentre ricorre al nuovo test di legittimità degli incentivi (sostitutivo del *quality enhancement*) per mitigare i conflitti di interesse, differenziandosi da CE e PE. Lecito ritenere che la postulata coesistenza di questi due test sia foriera di rilevanti implicazioni nella novellata sistematica di MiFID II. Rispetto alla proposta CE si apportano, altresì, integrazioni a due delle tre componenti del *best interest test*. Agli strumenti che formano la gamma su cui basare la consulenza, si richiede di aver superato il vaglio dell’adeguatezza e di essere realizzati da uno o più produttori, sufficientemente diversificati per tipologia, caratteristiche ed attività di investimento sottostanti onde garantire il raggiungimento degli obiettivi di investimento del cliente. Gli strumenti più efficienti in termini di costo, che il Consiglio prescrive di raccomandare innestandosi nel solco della CE, andranno accertati in base a costi e oneri associati e altri fattori rilevanti per il cliente, ad es. *performance* e rendimento atteso. Soppressa la terza componente, in sintonia con il PE, ma, a differenza di questo, *de facto* sussunta nella valutazione di adeguatezza. Singole funzionalità, causa di aggravio economico e prive di corrispondenti *atouts* in chiave di soddisfacimento delle esigenze di investimento dei clienti precludono, *a priori*, al prodotto che le incorpora qualsiasi *chance* di essere reputato adeguato. Questa sintassi si allontana da griglia ermeneutica, *modus operandi* e oggetto propri della materia *de iure condito*: il vigente regime dell’adeguatezza non ascrive preminenza né rilevanza esclusiva agli obiettivi di investimento che, invece, concorrono a sostanziare la valutazione in combinato con conoscenza ed esperienza e situazione finanziaria del cliente; non attribuisce al costo *status* di parametro valutativo; esamina gli strumenti nella loro integralità.

Sul fronte *disclosure*, il Consiglio irrobustisce gli oneri gravanti sulle imprese, chiamandole ad informare *ex ante* il cliente *retail* dell’esistenza degli incentivi, se pagati o accettati e trattenuti in relazione al servizio di investimento a lui reso. All’insegna di una più spinta granularità espositiva rispetto alla CE, l’obbligo *ex post* di enucleare gli incentivi quale posta distinta nel *mare magnum* del rendiconto annuale e di illustrarne l’impatto sul ritorno netto nell’intervallo

coperto da questo documento e su base cumulata, a decorrere dall'acquisto dello strumento. Dalla CE il Consiglio tutela il diritto del cliente *retail* di ricevere, previa richiesta, il *breakdown* dettagliato dei costi pagati o sostenuti annualmente per il portafoglio; distanziandosene, conferisce maggior risalto agli incentivi – che cita esplicitamente – ed esige che il cliente sia reso edotto dall'impresa del diritto, di cui gode, di attivare *motu proprio* istanza di *breakdown*. Nulla disponendo sul punto CE e PE, il rendiconto andrà fornito non oltre quattro mesi dallo spirare del periodo di *reporting*. Afferente alla trasparenza e rilevante per i servizi esecutivi resi tramite canali digitali senza consulenza, il nuovo obbligo di offrire strumenti di filtraggio per consentire ai clienti *retail* di scegliere strumenti in base a molteplici criteri, inclusa l'opzione di identificare quelli per i quali l'impresa non paga o percepisce incentivi.

Conclusioni

I “triloghi” si preannunciano intensi ed imprevedibili alla luce delle fratture tra CE, PE e Consiglio in materia di *inducement*. Non si tratta, peraltro, dell'unico tema divisivo del dossier RIS. Faglie sono emerse in merito ad ulteriori aspetti della riforma di MiFID II, quali, ad esempio, *product governance* e *value for money*, valutazione di adeguatezza (inclusa la consulenza indipendente), valutazione di appropriatezza nonché – allargando la prospettiva di indagine – del Regolamento PRIIPs. Appare verosimile, pertanto, la proliferazione di polilemmi negoziali e *tit-for-tat* durante la fase finale dell'iter legislativo.

Uno spettro di posizioni profilato e polarizzato in materia di *inducement* (e non solo): questo il lascito della precedente legislatura. Ai *neòteroi* delle tre istituzioni, il compito della *reductio ad unum*.

L'applicabilità *ratione temporis* delle politiche retributive in base alla disciplina AIFMD: la sentenza della CGEU nella Causa C-174/23

di Thomaz de Arruda (Annunziata&Conso)

1. Introduzione

Il 29 luglio 2024, la Corte di giustizia dell'Unione europea (di seguito, la "Corte" o la "CGEU") ha emanato la sentenza nell'ambito della causa C-174/23, *HJ, IK e LM v Twenty First Capital SAS*, riguardante la domanda di una pronuncia pregiudiziale ai sensi dell'art. 267 TFUE da parte della *Cour de cassation* francese. La causa concerne l'applicabilità *ratione temporis* di alcune disposizioni della Direttiva 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (di seguito, la "AIFMD").

Il caso sottoposto alla *Cour de cassation* si riferisce a un ricorso contro una sentenza di tribunali francesi (inferiori) di tre persone fisiche (IK, HJ e LM), che avevano concluso, il 27 giugno 2014, un contratto di partenariato con la società *Twenty First Capital SAS* (di seguito, la "TFC") che prevedeva diversi compensi a favore di tali persone. Con sentenza del 10 gennaio 2019, il *tribunal de grande instance de Paris* aveva annullato il contratto di partenariato, con la motivazione che le remunerazioni stipulate in tale contratto violavano le disposizioni dell'art. L. 533-22-2 del codice monetario e finanziario francese, dopo aver constatato che la TFC gestiva almeno un FIA, nonché ha respinto le domande di IK, HJ e LM dirette all'esecuzione di detto contratto e al risarcimento dei danni connessi all'inadempimento di quest'ultimo. Con sentenza dell'8 febbraio 2021, la *cour d'appel de Paris* ha confermato tale sentenza. Al fine di decidere sulla materia, la *Cour de cassation* ha deciso di inviare una richiesta di pronuncia pregiudiziale alla CGEU il 15 marzo 2023.

In sostanza, la causa riguarda due questioni: (i) a partire da quale momento gli Stati membri sono tenuti a imporre ai GEFIA in attività prima del 22 luglio 2013 di rispettare gli obblighi relativi alle politiche e alle prassi retributive derivante dall'art. 13 di tale direttiva; e (ii) se si possa ritenere che un GEFIA che, durante il periodo decorrente dal 22 luglio 2013 e fino alla data di rilascio dell'autorizzazione assuma un di-

pendente o nomini un dirigente societario a condizioni retributive che non rispettano gli obblighi imposti dalla disposizione nazionale, che recepisce l'art. 13 della AIFMD nell'ordinamento nazionale, stia adottando tutte le misure necessarie per rispettare la normativa nazionale derivante da detta direttiva, ai sensi dell'art. 61 di quest'ultima.

Sebbene la materia possa sembrare troppo ristretta a prima vista, il suo impatto per gli intermediari in generale non può essere sottovalutato. Infatti, come si vedrà, la logica utilizzata dalla Corte di Giustizia può essere estesa oltre i confini della AIFMD e può potenzialmente ricoprire un ambito più esteso di situazioni che rientrano in altri settori del diritto finanziario europeo.

2. La *ratio* della CGEU

In primo luogo, occorre ricordare che la AIFMD è stata adottata l'8 giugno 2011 ed è entrata in vigore il 1° luglio 2011. L'art. 13, par. 1, della AIFMD obbliga gli Stati membri a esigere che i GEFIA abbiano politiche e prassi retributive, per determinate categorie di personale, che siano compatibili con una gestione sana ed efficace del rischio e che favoriscano tale gestione e non incorraggino un'assunzione di rischi incompatibile con i profili di rischio, con il regolamento o con i documenti costitutivi dei FIA che gestiscono. Inoltre, l'art. 66 di tale direttiva prevede che gli Stati membri adottino e pubblichino, entro e non oltre il 22 luglio 2013, le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi a detta direttiva e che essi applichino dette disposizioni a decorrere da tale data. Orbene, l'art. 61, par. 1, della AIFMD, intitolato "Disposizioni transitorie" stabilisce che i GEFIA attivi prima del 22 luglio 2013 "adottano tutte le misure necessarie per rispettare la legislazione nazionale derivante dalla presente direttiva e presentano domanda di autorizzazione entro un anno da tale data".

Dalla formulazione di tale disposizione, la Corte ha

ritenuto, *in primis*, che la AIFMD non impone agli Stati membri l'obbligo di esigere che i GEFIA rispettino le disposizioni dell'art. 13, par. 1, a decorrere dal 22 luglio 2013. Tuttavia, secondo la Corte, la formulazione dell'art. 61, par. 1, della stessa direttiva non consente, di per sé, di determinare la data alla quale gli obblighi previsti dall'art. 13, par. 1, di tale direttiva, quali recepiti nel diritto nazionale, sono divenuti vincolanti per i GEFIA, poiché da detta formulazione risulta che questa data poteva essere quella della scadenza del termine di un anno a decorrere dal 22 luglio 2013, che tale disposizione prevede, o la data di rilascio dell'autorizzazione in qualità di GEFIA cui essa fa riferimento.

Richiamando la giurisprudenza della CGEU e, in particolare, la Causa C-604/22 (*IAB Europe*) e la Causa C-579/21 (*Pankki*), la Corte ha dunque stabilito che l'interpretazione di una disposizione del diritto dell'UE richiede di tener conto non soltanto della sua formulazione, ma anche del contesto in cui essa si inserisce nonché degli obiettivi e delle finalità che persegue l'atto di cui fa parte.

Per quanto riguarda il contesto in cui si inserisce l'art. 61, par. 1, della AIFMD, la Corte ha ritenuto che dato che l'art. 61, par. 1, della AIFMD prevede esplicitamente che i GEFIA già attivi ai sensi della citata direttiva prima del 22 luglio 2013 presentino una domanda di autorizzazione entro un anno da tale data, la disposizione di cui trattasi, letta alla luce degli artt. 6, 7 e 8 di detta direttiva, dev'essere interpretata nel senso che tali gestori erano tenuti a rispettare pienamente gli obblighi previsti dalla medesima direttiva, in particolare per quanto riguarda le loro politiche e prassi retributive, quali recepite nell'ordinamento nazionale, solo a partire dalla data di rilascio della loro autorizzazione, purché avessero presentato una domanda di autorizzazione entro un anno a decorrere dal 22 luglio 2013. Quanto agli obiettivi, la Corte ha richiamato il considerando 24 dell'AIFMD per sostenere che tali obiettivi consistono nel tutelare gli investitori, in particolare quanto i loro interessi possono entrare in conflitto con quelli dei GEFIA sia dal punto di vista del rischio che della sostenibilità delle decisioni di investimento, nonché nel garantire la stabilità del sistema finanziario. Secondo la Corte, le politiche e le prassi retributive mirano, in tale contesto, a promuovere una gestione sana ed efficace dei rischi e a scoraggiare un'assunzione di rischi incompatibile con i profili di rischio, con i regolamenti o con gli atti costitutivi dei

FIA, ai sensi della giurisprudenza della CGEU nella causa C-352/20 (*HOLD Alapkezelő*). Altresì, la Corte ha ricordato che per quanto riguarda i GEFIA già attivi prima del 22 luglio 2013, la AIFMD prevede esplicitamente un periodo transitorio, finalizzato a concedere un tempo supplementare a tali gestore per consentire loro di conformarsi agli obblighi introdotti dalla AIFMD.

La Corte ha dunque constatato che una norma di diritto nuova si applica a decorrere dall'entrata in vigore dell'atto che la istituisce e che, pur non applicandosi ai rapporti giuridici sorti e definitivamente consolidati in vigenza della vecchia legge, essa si applica agli effetti futuri di questi ultimi nonché ai rapporti giuridici nuovi. Secondo la Corte, ciò va diversamente, fatto salvo il principio di irretroattività degli atti giuridici, solo qualora la nuova norma sia accompagnata da disposizioni particolari che determinino specificamente le sue condizioni di applicazione nel tempo, in conformità a quanto stabilito dalla Corte nella causa C-262/22 (*Banco Santander*).

In questo senso, nel caso di specie, la Corte ha ritenuto che, da un lato, la nuova norma è corredata di disposizioni particolari che determinano specificamente le sue condizioni di applicazione nel tempo, ossia l'art. 61, par. 1, della AIFMD. Dall'altro, posto che il contratto di partenariato era stato concluso il 27 giugno 2014 e che, alla data in cui la società TFC aveva ottenuto la sua autorizzazione, ossia il 18 agosto 2014, detto contratto era ancora in vigore e prevedeva diverse remunerazioni a favore di HJ, IK e LM. Pertanto, la Corte ha stabilito che, fatte salve le verifiche da parte del giudice del rinvio, il rapporto giuridico non fosse definito e continuasse a produrre effetti. Ne consegue che la data in cui la remunerazione derivante da tale contratto è stata convenuta è irrilevante e ciò a maggior ragione in quanto, mediante il periodo transitorio previsto dall'art. 61, par. 1, il legislatore europeo ha previsto precisamente la possibilità, per i GEFIA che erano già in attività ai sensi di tale direttiva prima del 22 luglio 2013, di adeguarsi progressivamente alle prescrizioni di detta direttiva. Quest'interpretazione, secondo la Corte, è altresì conforme al principio di certezza del diritto che, secondo la giurisprudenza, osta a che una nuova norma giuridica si applichi retroattivamente.

Tenendo conto della risposta data alla prima domanda, il tribunale è arrivato facilmente alla risposta alla seconda domanda, concludendo che: "*al fine di sal-*

vaguardare l'efficacia pratica della direttiva 2011/61 [l'AIFMD] si deve considerare che, sebbene durante il periodo transitorio di un anno, di cui all'articolo 61, paragrafo 1, di detta direttiva, gli Stati membri debbano garantire che i GEFIA, già attivi, in forza della medesima direttiva, prima del 22 luglio 2013, debbano adottare tutte le misure necessarie per rispettare la normativa nazionale derivante da tale direttiva, resta il fatto che detti Stati membri devono anche garantire che i gestori di cui trattasi si astengano dall'adottare misure che possano compromettere gravemente il conseguimento del risultato prescritto dalla medesima direttiva”.

3. Conclusioni della Corte: impatto oltre la disciplina AIFMD?

Alla luce di quanto sopra, la Corte ha deciso che l'art. 61, par. 1, della AIFMD dev'essere interpretato nel senso che gli Stati membri erano tenuti a imporre ai GEFIA già attivi prima del 22 luglio 2013 di rispettare pienamente gli obblighi relativi alle politiche e alle prassi retributive derivante dall'art. 13, par. 1 a partire dalla data di rilascio della loro autorizzazione, purché avessero presentato una domanda di autorizzazione entro un anno a decorrere dal 22 luglio 2013. Inoltre, secondo la Corte, l'espressione “*adottano tutte le misure necessarie per rispettare la legislazione nazionale derivante dalla presente direttiva*” implica che i GEFIA, già attivi prima del 22 luglio 2013, devono astenersi dall'adottare misure che possano compromettere gravemente la realizzazione dell'obiettivo di cui alla suddetta direttiva.

Senza allontanarsi troppo dalla sentenza, è plausibile intravedere un'applicazione analogica della *ratio decidendi* della Corte a situazioni simili, come ad esempio il caso dell'attuazione della disciplina prudenziale sulle SIM ai sensi della c.d. direttiva IFD (direttiva 2019/2034/UE), la quale comportava anche innovazioni per quanto riguarda gli obblighi sulle politiche e le prassi retributive (artt. 30 a 34) e la cui applicazione era anch'essa soggetta a un periodo di transizione.

Gli Orientamenti ESMA in materia di sostenibilità e denominazione dei fondi di investimento

di Andrea Cardani (Università Cattolica del Sacro Cuore)

1. Le ragioni dell'intervento

In data 21 agosto 2024 gli “Orientamenti sull’utilizzo dei termini ambientali, sociali e di *governance* o relativi alla sostenibilità nella denominazione dei fondi” (d’ora in poi, gli “Orientamenti ESMA”) sono stati tradotti in tutte le lingue ufficiali dell’Unione Europea¹. Da questa data decorre un intervallo di tre mesi per l’applicazione ai fondi di nuova costituzione, a cui si somma un ulteriore periodo di transizione pari a sei mesi per i fondi già esistenti.

La scelta di nominare un fondo di investimento con termini ESG risponde a una chiara strategia di commercializzazione: promuovere lo strumento finanziario di fronte ai numerosi investitori con preferenze di sostenibilità. Il nome di un fondo è, infatti, la prima informazione che perviene al mercato e può contribuire a determinare la decisione di investimento, creando nell’investitore l’aspettativa di un investimento effettivamente sostenibile.

Il problema sta nel fatto che un fondo potrebbe utilizzare questa nomenclatura senza effettuare una quota significativa di investimenti ESG, all’unico scopo di attrarre nuovi clienti (*greenwashing*). In questo caso, la politica di investimento concretamente adottata dal gestore è destinata a deludere l’aspettativa creata nell’investitore tramite la denominazione ESG.

L’intervento di ESMA si inserisce esattamente a questo punto. L’Autorità di vigilanza intende proteggere l’affidamento dell’investitore quando un fondo si accredita come sostenibile. Più precisamente, ESMA intende assicurare la correttezza dell’informazione trasmessa con la nomenclatura ESG, richiedendo l’e-

sistenza di una sottostante politica allocativa che sia davvero coerente con le tematiche ESG². Le raccomandazioni di ESMA sono dunque rivolte ai gestori di OICVM, FIA, EuVECA, EuSEF, ELTIF e FCM, con riferimento alla documentazione e alle comunicazioni di *marketing* destinate agli investitori.

2. La versione in consultazione

Nella sua versione originaria, la proposta dell’Autorità di vigilanza è costruita su alcuni capisaldi: (i) un approccio per soglia quantitativa; (ii) la distinzione tra fondi ESG e fondi sostenibili; (iii) l’introduzione di presidi minimi sotto forma di criteri di esclusione. Sotto il primo profilo, ESMA stabilisce che un fondo per potersi appellare come ESG o sostenibile deve avere una quota minima di investimenti che promuovono caratteristiche ambientali/sociali o perseguono obiettivi di sostenibilità. L’idea di una soglia minima di natura quantitativa si ricollega al fatto che i gestori dei fondi sono già tenuti a comunicare la proporzione minima di investimenti ESG nella informativa precontrattuale e la proporzione esatta degli stessi nell’ambito della informativa periodica³. Pertanto, nell’impostazione di ESMA, la correttezza della nomenclatura ESG di un fondo può essere agevolmente comprovata comparando la quota di investimenti ESG comunicata al mercato dal singolo fondo con la soglia richiesta dalla legge.

La misura specificamente identificata da ESMA varia in funzione della denominazione adottata dal fondo. Nel caso di fondi con termini ESG, il gestore deve de-

1. La traduzione degli Orientamenti ESMA culmina un processo avviato tempo addietro con (i) la redazione di un *Supervisory Briefing* ESMA dedicato alla gestione dei rischi di sostenibilità (31 maggio 2022); (ii) l’avvio della procedura di consultazione sul contenuto degli Orientamenti (18 novembre 2022); (iii) la diffusione di un *public statement* con il quale è stata resa nota l’intenzione di posticipare l’adozione degli Orientamenti ESMA, al fine di attendere la compiuta revisione della disciplina europea in materia di fondi di investimento - Direttiva UCITS e AIFMD (14 dicembre 2023); (iv) la pubblicazione del *Final Report* che contiene la versione definitiva degli Orientamenti ESMA (14 maggio 2024).

2. In questi termini, l’intervento di ESMA declina nell’ambito della sostenibilità un duplice obbligo imposto al gestore del fondo: (i) l’obbligo di pubblicare nelle comunicazioni di *marketing* informazioni corrette, chiare e non fuorvianti (art. 4, par. 1, Regolamento UE 2019/11560); e (ii) l’obbligo di agire in modo leale e corretto nel miglior interesse del cliente (art. 14, par. 1, lett. a, Direttiva 2009/65/EC “Direttiva UCITS”; art. 12, par. 1, lett. a, Direttiva 2011/61/EU, “AIFMD”).

3. Rispettivamente, art. 14 e 18, All. II e III; art. 50 e 58, All. IV e V, Regolamento Delegato UE 2022/1288.

stinare almeno l'80% dell'*asset allocation* a investimenti ESG. Nel caso di fondi con espressioni legate alla sostenibilità, è prevista una ulteriore soglia "interna" per cui l'80% di investimenti ESG deve essere a sua volta destinato in misura pari al 50% a investimenti sostenibili *ex art. 2, par. 17, SFDR*⁴. È questo un ulteriore indice normativo che segnala come - nell'approccio del legislatore europeo e dell'Autorità di vigilanza - il termine "sostenibilità" evoca una più profonda considerazione delle tematiche ESG.

Da ultimo, nella prospettiva di favorire un grado effettivo di sostenibilità, ESMA introduce un c.d. presidio minimo: ciascun fondo - ESG o sostenibile che sia - deve rispettare i criteri di esclusione previsti dal *Paris-aligned Benchmark* (PAB) ai sensi dell'art. 12, par. 1 e 2, Reg. Delegato 2020/1818⁵.

3. La versione definitiva

La versione finale degli Orientamenti ESMA conferma l'approccio di fondo per soglia minima di investimenti. Secondo l'Autorità di vigilanza, un meccanismo quantitativo garantisce la facilità di comprensione, applicazione e supervisione che non può essere assicurata con i metodi differenti suggeriti dagli *stakeholder* (ad es., standard qualitativi, strategie di investimento, KPI o meccanismi di *comply or explain*). Né ESMA sembra condividere le preoccupazioni espresse dallo Stakeholder Market and Securities Group (SMSG), secondo cui un sistema per soglia quantitativa non sarebbe maturo in un contesto in cui le definizioni della SFDR risultano particolarmente incerte nella loro applicazione e i dati forniti dagli emittenti difettano ancora di un sufficiente grado di standardizzazione.

Nel contempo, i riscontri forniti in sede di consultazione hanno condotto a modificare numerose previsioni di dettaglio. Anzitutto, il riferimento ai fondi con terminologia ESG viene "spacchettato" al fine di distinguere tra fondi relativi alla dimensione "ambientale", "sociale" e di "governance". Per la prima tipologia di fondi (ad es. nomi come "verde", "clima-

tico", "ESG"), valgono le regole osservate in precedenza: soglia minima pari all'80% dell'*asset allocation* e criteri di esclusione previsti per il PAB (par. 17, Orientamenti ESMA).

Questi criteri di esclusione sono stati considerati particolarmente penalizzanti per i fondi sociali e di *governance*. Applicare divieti di investimento in settori economici dannosi per l'ambiente non è giustificabile nella diversa prospettiva dei fondi S e G. Per questa ragione, i fondi sociali e di *governance* devono rispettare la soglia dell'80% dell'*asset allocation* e i più leggeri criteri di esclusione previsti per il *Climate-transition Index* *ex art. 10, Reg. Delegato 2020/1818*, che non impediscono al gestore del fondo di investire nelle società operative nei settori economici *brown* (par. 16, Orientamenti ESMA).

Lo stesso problema è stato rilevato per i fondi che supportano la transizione delle imprese attive nei settori economici *brown*. Applicare i criteri di esclusione previsti dal PAB impedisce di finanziare queste società e rischia di compromettere il percorso di transizione dei soggetti che giocano un ruolo cruciale per il conseguimento degli obiettivi di neutralità climatica. Di qui, l'introduzione di una nuova categoria: il fondo che utilizza termini associati alla "transizione" (es. in transizione, evoluzioni, zero emissioni nette). Accanto alla soglia dell'80% di *asset allocation*, anche per i fondi di transizione è prevista l'applicazione dei criteri più leggeri di cui al *Climate-transition Index*; nel contempo, il gestore del fondo può utilizzare il nome "transizione" soltanto se è in grado di comprovare un percorso «chiaro e misurabile» (par. 16 e 21, Orientamenti ESMA).

Rimane il riferimento ai fondi che utilizzano termini connessi alla "sostenibilità". Anche per questi fondi sono valide la soglia dell'80% dell'*asset allocation* e i criteri di esclusione più severi previsti per il PAB; il processo di consultazione ha condotto a rimuovere la soglia interna pari al 50% di investimenti sostenibili e a sostituirla con la richiesta di un «livello significativo di investimenti sostenibili», al fine di favorire una

4. Con ciò si intende un investimento in attività economiche che contribuiscono a un obiettivo ambientale o sociale, nel rispetto del principio *Do Not Significant Harm* e delle prassi di buona *governance*. Come noto, con SFDR si intende il Regolamento (UE) 2019/2088. Pertanto, il fondo non può finanziare società attive nel settore delle armi e del tabacco (par. 1, lett. a e b); società che violano i principi delle Nazioni Unite o dell'OCSE per le imprese multinazionali (par. 1, lett. c); società che generano oltre l'1% dei ricavi in settori economici legati al carbon fossile o agli oli combustili (par. 1, lett. d e e); società che ottengono oltre il 50% dei ricavi nell'ambito dei gas combustili o della produzione di energia elettrica che genera una consistente somma di gas serra (par. 1, lett. f e g); società che arrecano danno in misura significativa agli obiettivi ambientali di cui all'art. 9 Regolamento Tassonomia (par. 2).

maggior flessibilità nelle politiche di investimento del fondo (par. 18, Orientamenti ESMA).

Da ultimo, il processo di consultazione conferma la necessità di prevedere regole specifiche per i fondi che impiegano strategie di *impact investing* o di investimento passivo. Nel primo caso, i fondi che usano termini connessi a “impatto”, devono rispettare la soglia dell’80% dell’*asset allocation*; osservare i criteri di esclusione previsti dal PAB e, nel contempo, garantire che l’investimento sia in grado di produrre «un impatto sociale e ambientale positivo e misurabile» e «un rendimento finanziario» (par. 17 e 21, Orientamenti ESMA). Nell’ipotesi di fondi indicizzati in ambito ESG, le soglie e i criteri di esclusione previsti per la singola tipologia di fondo dovranno essere direttamente rispettati dall’indice di riferimento (par. 20, Orientamenti ESMA).

4. Le aspettative di vigilanza

A livello nazionale, le autorità competenti sono tenute a monitorare il rispetto del rapporto tra nomenclatura dei fondi e politiche di investimento lungo l’intero periodo di durata del fondo. Nel contempo, le informazioni periodiche fornite ai sensi del Regolamento Delegato SFDR consentono agli investitori di effettuare la medesima verifica.

L’evoluzione dinamica delle politiche di investimento richiede di stabilire il trattamento riservato alle ipotesi in cui gli investimenti effettuati dal fondo si scostino dalle soglie e dai criteri di esclusione previsti dalla legge. Secondo gli Orientamenti ESMA, una deviazione deve essere considerata una violazione passiva e rettificata nel miglior interesse degli investitori quando assume un carattere temporaneo e non è dovuta a una scelta espressamente deliberata dal gestore del fondo (par. 22, Orientamenti ESMA).

Infine, gli Orientamenti ESMA identificano i “segnali d’allarme” in presenza dei quali l’autorità competente è invitata a effettuare indagini supplementari o avviare un momento di *engagement* con il gestore del fondo: (i) le discrepanze nella soglia quantitativa che non siano idonee a integrare una violazione meramente passiva; (ii) l’incapacità di comprovare un

livello di investimenti sufficiente per l’utilizzo della nomenclatura ESG; (iii) un fondato sospetto da parte dell’autorità competente che la denominazione del fondo possa impropriamente diffondere informazioni scorrette o poco chiare nonché integrare una violazione dell’obbligo di agire in modo onesto e corretto (par. 23, Orientamenti ESMA).

5. Considerazioni conclusive

Gli Orientamenti ESMA dettano regole contro la *greenwashing* nella denominazione dei fondi e sono potenzialmente in grado di determinare un processo di revisione dei nomi dei fondi e delle loro strategie di commercializzazione. La superficie di impatto, interessata dagli Orientamenti ESMA, è tutt’altro che trascurabile. Sulla base dello studio empirico condotto da ESMA, a maggio 2024, il 9,6% dei fondi utilizza nomenclatura ESG. Tra questi, un impatto significativo si dirige verso: (i) i fondi *ex art. 6 SFDR* (“*pale green*”), che per natura non effettuano investimenti che promuovono caratteristiche ESG o perseguono obiettivi di sostenibilità; (ii) i fondi *ex art. 8 SFDR* (“*light green*”), quando non investono nella misura minima richiesta dagli Orientamenti ESMA; (iii) i fondi *ex art. 8 SFDR* (“*8 plus*”) che utilizzano termini connessi alla sostenibilità, quando non effettuano una quota sufficiente di investimenti sostenibili. Rimangono sostanzialmente estranei a tale impatto i fondi *ex art. 9 SFDR* (“*dark green*”), poiché essi sono tenuti per definizione a selezionare esclusivamente investimenti sostenibili (ESAs, *Consolidated Q&A on the SFDR*, sez. V, n. 1).

Per misurare la reale entità delle conseguenze derivanti dalla *non-compliance* agli Orientamenti ESMA, occorre stabilire fino a che punto il necessario processo di *relabelling* incide sulla competitività del fondo. Se la revisione del nome non compromette l’appetibilità del fondo, non si pone alcun problema: il gestore modifica la denominazione e comunica tale variazione agli investitori. Questa strada, però, non è più percorribile quando la revisione del nome comporta per il fondo una perdita significativa della propria competitività. In tal caso, il gestore sarà costretto ad attivarsi

6. Nelle incisive parole del SMSG, «it is not because some listed companies may display highly taxonomy-compliance that buying even more shares of those companies will contribute to the European green deal aiming at channelling massive private investment towards the transition to a climate-neutral economy» [ESMA, *Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms. Final Report* (maggio 2024), in www.esma.europa.eu, 31].

per mantenere il nome sostenibile del fondo.

A questo scopo, lo strumento più intuitivo è costituito dalla modifica diretta dell'*asset allocation*. Al fine di rispettare la soglia richiesta dagli Orientamenti ESMA, il gestore potrebbe infatti selezionare un maggior numero di investimenti ESG, pur conservando l'originario profilo rischio-rendimento del fondo. In questi termini, per quanto non intendano vincolare le strategie di investimento e le politiche di *asset allocation*, gli Orientamenti ESMA potrebbero finire per incidere sulle scelte dei gestori dei fondi nell'ambito della finanza sostenibile.

Un'ultima considerazione si rende necessaria nella prospettiva della tutela dell'investitore. Nella loro impostazione, gli Orientamenti ESMA sono chiaramente costruiti sulla base del quadro normativo della SFDR. Tale regolamentazione non stabilisce parametri legali per calcolare quando un investimento possa essere ritenuto sostenibile (ESAs, *Consolidated Q&A on the SFDR*, sez. II e sez. V, n. 2). Non si applicano, ad esempio, criteri di vaglio tecnico come nel caso del Regolamento Tassonomia. Nel quadro normativo della SFDR, un investimento è sostenibile quando lo stabilisce il gestore (ad es., il gestore costituisce un paniere di società, calcola il tasso medio di emissioni e stabilisce che un investimento promuove caratteristiche ESG se la società partecipata ha un valore inferiore alla media). In breve, la sostenibilità è un concetto mobile e soggettivo.

In questo contesto normativo, la conformità di un fondo di investimento alle aspettative di sostenibilità dell'investitore si misura sotto un duplice profilo: (1) la quota di investimenti ESG e (2) gli specifici termini con cui il gestore declina il concetto di sostenibilità. Gli Orientamenti ESMA intervengono sul primo versante. Una maggiore attenzione al secondo profilo è forse necessaria per favorire una piena comprensione degli strumenti finanziari sostenibili e assicurare il pieno affidamento dell'investitore.

La Corporate Sustainability Due Diligence Directive. Alcune riflessioni sulle sfide future per le imprese europee

di Gianpaolo Panetta (Università di Roma Tor Vergata)

Alcune premesse necessarie sulla CSDDD

La Direttiva (UE) 2024/1760, nota anche come *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (d'ora in avanti "CSDDD" o "Direttiva") è stata, dopo un percorso di approvazione piuttosto travagliato, approvata il 24 aprile 2024 e pubblicata nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il 5 luglio dello stesso anno. Quanto all'entrata in vigore delle proprie disposizioni, la Direttiva prevede che gli stati membri abbiano due anni dalla pubblicazione per le relative misure attuative.

La CSDDD rientra nel più ampio quadro delineato dall'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile dell'ONU, dal piano d'azione dell'UE per i diritti umani e la democrazia 2020-2024 e dal c.d. "*Green Deal Europeo*", ambizioso piano volto a rendere l'economia dell'Unione Europea più verde e sostenibile.

Le finalità principali della Direttiva sono (i) rafforzare la sostenibilità della *governance* societaria in particolare in relazione ai processi di gestione dei rischi sui diritti umani e sull'ambiente; (ii) uniformare a livello europeo la disciplina degli obblighi di diligenza in materia ESG; (iii) uniformare a livello europeo la responsabilità civile per le società in caso di impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente.

In questo modo il legislatore europeo intende compiere un importante passo verso la realizzazione degli obiettivi climatici dell'UE, stabilendo nuovi standard per le aziende in termini di sostenibilità e responsabilità sociale. Il legislatore europeo non intende limitarsi esclusivamente a imporre una serie di obblighi a carico delle imprese europee, ma allo stesso tempo disincentiva queste ultime ad avvalersi di *partner* economici *extra-europei* non in grado di garantire il rispetto degli *standard* di diligenza europei. In tal modo, l'UE potrebbe – almeno in teoria – rappresentare per il mondo intero un modello di regolamentazione degli obblighi di diligenza in materia ambientale di tutela dei diritti umani.

Si è molto discusso – e molto si continuerà a farlo

– circa l'opportunità di introdurre ulteriori regole ESG in un contesto normativo già particolarmente complesso, con il rischio che ciò produca un aumento di costi e una conseguente perdita di competitività dell'impresa europea. D'altra parte, in assenza di simili previsioni si corre il rischio che le imprese, per ridurre i propri profili di responsabilità - civile e non – agiscano attraverso società in vario modo controllate o ricorrendo all'esternalizzazione, evitando in tal modo di rispondere per eventuali danni prodotti all'ambiente e per eventuali violazioni dei diritti umani.

Il compito di bilanciare diverse necessità appare assai arduo, con il paradossale rischio che, nel caso in cui l'impresa europea riduca la propria competitività, a essere economicamente avvantaggiate siano le industrie di paesi decisamente meno sensibili e attenti a diritti umani e tutela dell'ambiente.

1. L'ambito di applicazione

Il punto di partenza dell'analisi della disciplina della CSDDD non può che essere l'ambito di applicazione della Direttiva, come definito all'art. 2 della stessa, sul quale molto si è dibattuto in sede di approvazione. La Direttiva troverà applicazione, infatti, nei confronti delle società europee con più di 1.000 dipendenti e un fatturato annuo netto superiore a 450 milioni di euro e delle società¹ extra-UE che abbiano prodotto nel territorio dell'Unione un fatturato netto superiore a 450 milioni di euro. Tali requisiti troveranno tuttavia applicazione solo dal 2029 in quanto l'ambito di applicazione della Direttiva sarà inizialmente ristretto alle società con più di 5.000 dipendenti e 1.500 milioni di fatturato, andando gradualmente ad ampliarsi fino al raggiungimento dei requisiti menzionati.

2. I doveri di diligenza e la catena di attività

Quanto al dovere di diligenza imposto dalla Direttiva, questa impone alle società di (i) integrare il dovere di diligenza nelle proprie politiche e sistemi di gestione

1. Ulteriori, specifici requisiti sono poi dettati in tema di gruppi di società.

del rischio (art. 7); (ii) individuare e valutare gli impatti negativi effettivi o potenziali e, eventualmente, orientarli secondo una scala di priorità (artt. 8 e 9); (iii) prevenire e arrestare gli impatti negativi o, ove non fosse possibile, attenuarli e contenerli (artt. 10 e 11); (iv) fornire una riparazione per gli impatti negativi causati (art. 12); (v) svolgere in modo efficace un dialogo con i portatori di interessi (art. 13); (vi) gestire un meccanismo di notifica e una procedura di reclamo (art. 14); (vii) monitorare l'efficacia delle proprie politiche e il rispetto del dovere di diligenza proprio, delle sue filiazioni e dei *partner* commerciali (art. 15); e (viii) pubblicare una dichiarazione annuale sulle materie disciplinate dalla Direttiva (art. 16).

In particolare, l'art. 7 della CSDDD prevede che la politica relativa all'adempimento del dovere di diligenza comprenda: (i) una descrizione dell'approccio della società al dovere di diligenza; (ii) la formulazione di un codice di condotta che individui i principi e le norme a cui la società e i *partner* diretti e indiretti di questa sono tenuti ad attenersi e (iii) una descrizione delle procedure per l'integrazione del dovere di diligenza nelle politiche della società e per il suo corretto esercizio, incluse le misure di verifica del rispetto del codice di condotta.

Quanto poi all'effettivo e pratico contenuto delle politiche e dei doveri di diligenza la Direttiva nulla dispone, limitandosi a elencare all'Allegato I i diritti umani e ambientali tutelati, con il rischio di lasciare alle società ambiti di discrezionalità forse eccessivi.

Gli obblighi di diligenza, tuttavia, non trovano applicazione solo rispetto alle società che rientrano nell'ambito applicativo della Direttiva quanto anche, sebbene in modo indiretto, rispetto a *partner* commerciali diretti o indiretti – e soprattutto – non europei che si inseriscono nella catena di attività della società direttamente obbligata. Per catena di attività si intendono, ai sensi dell'art. 3, par. 1, lett. g) della Direttiva, sia le «attività di un *partner* commerciale a monte di una società inerenti alla produzione di beni o alla prestazione di servizi da parte di tale società [...]» quanto le «attività di un *partner* commerciale a valle di una società inerenti alla distribuzione, al trasporto e all'immagazzinamento del prodotto di tale società, laddove i *partner* commerciali svolgano tali attività per la società o a nome della società [...]».

3. Gestione degli impatti negativi

Innanzitutto, ai sensi dell'art. 3, per impatti negativi

si intendono gli impatti (sarebbe forse meglio dire “le conseguenze”) causati dalla violazione dei divieti e degli obblighi elencati nell'allegato I alla Direttiva. Quanto alla gestione degli impatti negativi, siano questi effettivi o meramente potenziali, la Direttiva impone alle società, innanzitutto, di identificare e valutare gli impatti negativi attraverso una mappatura delle attività proprie e dei propri *partner* commerciali (art. 8), poi di adottare adeguate misure di prevenzione e attenuazione per gli impatti potenziali (art. 10) e di adottare adeguate misure per l'arresto e la mitigazione degli impatti negativi (art. 11). Tanto ai fini della prevenzione degli impatti negativi potenziali quanto per arrestare gli impatti negativi effettivi, è richiesto alle società di definire un piano di azione corredato dei relativi indicatori di misurazione dei progressi e miglioramenti e di adottare ogni misura idonea necessaria a prevenire gli effetti degli impatti negativi, quali: effettuare investimenti finanziari o non finanziari, adeguare e aggiornare impianti, processi e infrastrutture od ogni altro processo operativo; modificare i piani aziendali, le strategie e le attività della società; collaborare, specialmente nei casi in cui ogni altra misura si sia dimostrata inefficace, con qualunque altro soggetto necessario; adottare qualsiasi altra condotta consona ed idonea a prevenire impatti negativi potenziali. Possono anche essere predisposte, come previsto dall'art. 12, condotte riparatorie.

Ma ciò che appare più rilevante è che sia imposto alle società, sia al fine di prevenire gli impatti negativi quanto al fine di arrestarli, di assicurarsi, mediante adeguate garanzie contrattuali o con ogni altro mezzo idoneo, che i propri *partner* commerciali diretti garantiscano il rispetto degli obblighi di diligenza definiti dalla politica aziendale e che, al contempo, assicurino con i medesimi mezzi il rispetto degli stessi obblighi da parte di quelli che costituiscono, a loro volta, i propri *partner* commerciali diretti (e, dunque, *partner* commerciali indiretti della società).

4. Responsabilità ed altre misure di enforcement

Al fine di garantire il rispetto delle disposizioni sopra analizzate la Direttiva prevede molteplici misure di *enforcement* sia pubblico che privato in caso di violazione degli obblighi di diligenza.

In particolare, l'art. 29 della Direttiva prevede un'espressa fattispecie di responsabilità civile della società per i danni che questa abbia causato a persone fisiche o giuridiche non ottemperando agli obblighi

di diligenza, per come declinati agli artt. 10 (Prevenzione degli impatti negativi potenziali) e 11 (Arresto degli impatti negativi effettivi), quando il diritto, divieto, o obbligo contenuto nell'Allegato I sia destinato alla protezione della persona (fisica o giuridica) e sia stato prodotto un danno a un interesse tutelato dalla normativa nazionale. La portata della norma è alquanto incerta in quanto gli obblighi di diligenza fissati dagli artt. 10 e 11 sono piuttosto ampi e vaghi. In tal senso non resta che aspettare l'emanazione da parte della Commissione degli orientamenti previsti all'art. 19 che potrebbero aiutare a meglio definire la portata e il contenuto della responsabilità civile prevista dalla Direttiva.

Sollewa, inoltre, qualche dubbio il fatto che la violazione degli obblighi previsti dagli artt. 7 (Integrazione del dovere di diligenza nelle politiche e nei sistemi di gestione dei rischi della società), 8 (Individuazione e valutazione degli impatti negativi effettivi e potenziali) e 9 (Attribuzione di priorità agli impatti negativi effettivi e potenziali individuati) non costituisca una causa di responsabilità civile.

La Direttiva prevede come ulteriori meccanismi di *enforcement* un meccanismo di reclamo, ex art. 14, che permetterebbe alle persone fisiche e giuridiche di presentare un reclamo alla società qualora ritengano di aver subito un impatto negativo o abbiano il fondato timore di ritenere di poterne essere colpiti e un articolato sistema di sanzioni amministrative pecuniarie e reputazionali.

5. Alcune riflessioni conclusive

Se in sostanza quanto descritto sopra rappresenta la sintetica descrizione del regime giuridico predisposto dalla Direttiva, sorgono alcuni dubbi e perplessità circa le possibili conseguenze giuridiche ed economiche della sua applicazione.

Innanzitutto, emerge chiaramente come la Direttiva faccia un eccessivo affidamento su degli *standard* di autodisciplina che le stesse società obbligate sono chiamate a definire in grande autonomia con il rischio che gli spazi applicativi della disciplina in materia di responsabilità civile vengano ridotti al minimo. La stessa disciplina della responsabilità dettata dalla Direttiva appare alquanto confusa e a tratti vaga.

Non si può non osservare, inoltre, come la Direttiva miri di fatto ad imporre indirettamente alle imprese localizzate in paesi extra-europei ma inserite nelle catene di attività di società europee il rispetto dei nostri

valori e diritti umani e ambientali. Non necessariamente ciò potrebbe essere gradito in realtà con sensibilità giuridiche e culturali molto distanti dalle nostre (basti pensare al mondo asiatico) e di conseguenza potrebbe rappresentare un ostacolo all'attuazione della Direttiva.

Per tali ragioni non è da escludere la possibilità che dal punto di vista pratico l'attuazione della Direttiva possa rafforzare i fenomeni di c.d. "*reshoring*", ossia il trasferimento all'interno dei propri confini (o in paesi amici) di produzioni precedentemente delocalizzate. Se da una parte un simile effetto potrebbe produrre conseguenze economiche e sociali positive, dall'altra rappresenterebbe un sicuro danno per le economie emergenti che si vedrebbero private degli investimenti europei, producendo un'ulteriore frammentazione del commercio globale a danno della globalizzazione (si parla in tal senso della c.d. "*slowbalization*").

Ciò non significa che la Direttiva, le cui finalità ed obiettivi appaiono pienamente condivisibili, sia un errore o un fallimento, ma vuole rappresentare un invito a considerare tutte le possibili implicazioni che questa potrebbe produrre, comprese le meno evidenti.

Informativa in materia di sostenibilità e classificazione dei prodotti: prospettive e criticità nella Proposta di revisione del Regolamento 2019/2088

di Antonio Davola (Università degli Studi di Bari "Aldo Moro")

1. Il Regolamento 2019/2088: l'informazione al centro della disciplina eurounitaria in materia di finanza sostenibile

La necessità di promuovere la transizione dei mercati verso modelli improntati alla sostenibilità trova, come noto, una propria pietra angolare nella gestione dei processi di circolazione e collocamento dei prodotti finanziari. Questo, alla luce del ruolo abilitante che il mercato finanziario pacificamente riveste nell'allocatione delle risorse economiche e, di conseguenza, del potenziale orientativo che esso manifesta rispetto al dispiegarsi dei fenomeni di mercato.

Alla luce di ciò ben si comprende come, in anni recenti, il mercato finanziario sia stato oggetto privilegiato di attenzione da parte delle istituzioni dell'Unione le quali, a partire dall'emanazione del *Sustainable Finance Action Plan*¹, hanno promosso una strategia normativa ad ampio spettro, volta a funzionalizzare la finanziarizzazione dell'economia a scopi di interesse generale sottesi al raggiungimento dei *Sustainable Development Goals*. A questo processo di ridefini-

zione possono ricondursi, *inter alia*, il Regolamento Tassonomia², la Direttiva 2022/2464/UE (CSRD) in materia di rendicontazione di sostenibilità³, il Regolamento 2016/1011 sugli indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari e per misurare la *performance* dei fondi di investimento (BMR)⁴ nonché le revisioni operate al pacchetto MiFID II e alla Direttiva sulla distribuzione dei prodotti assicurativi (IDD) per tenere conto delle preferenze di sostenibilità espresse dalla clientela nel contesto della distribuzione di prodotti finanziari e assicurativi⁵, le modifiche operate alla disciplina degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari⁶ (UCITS IV) e alla Direttiva 2011/61 sui gestori di fondi di investimento alternativi.⁷

Se, da un lato, è emersa dunque una tendenza ad introdurre regole strutturali, volte a promuovere l'investimento in prodotti sostenibili, è risultato del pari evidente come tale obiettivo potesse realizzarsi solo all'interno di un quadro operativo nel quale l'investitore fosse pienamente consapevole delle caratteristi-

1. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni. Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Bruxelles, 8 marzo 2018 COM(2018) 97 final.

2. Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

3. Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022 che modifica il regolamento (UE) n. 537/2014, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la *rendicontazione societaria di sostenibilità*.

4. Regolamento (UE) 2016/1011 del parlamento europeo e del consiglio dell'8 giugno 2016 sugli *indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento* e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e del regolamento (UE) n. 596/2014.

5. Cfr. Colaert, *Integrating sustainable finance into the MiFID II and IDD investor protection frameworks*, in Alexander, Gargantini, Siri (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, Supervision and Governance*, Cambridge, 2024.

6. Direttiva delegata (UE) 2021/1270 della Commissione del 21 aprile 2021 che modifica la direttiva 2010/43/UE per quanto riguarda i *rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui tenere conto per gli organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari*, C/2021/2617.

7. Regolamento delegato (UE) 2021/1255 della commissione del 21 aprile 2021 che modifica il Regolamento delegato (UE) n. 231/2013 per quanto riguarda i *rischi di sostenibilità e i fattori di sostenibilità di cui i gestori di fondi di investimento alternativi debbono tenere conto*.

che dei prodotti parte (effettiva o potenziale) del proprio portafoglio di attività e, di conseguenza, potesse esprimere pienamente le proprie preferenze.

Da ciò è derivata la predisposizione – accanto al nucleo normativo “sostanziale” in materia di investimenti sostenibili – di un *corpus* volto a disciplinare specificamente le modalità e i caratteri degli obblighi informativi connessi all’acquisto e alla promozione di prodotti finanziari ESG. Questo, anche con lo scopo di scongiurare i rischi connessi al *greenwashing* e al *social washing* dei prodotti negoziati, oggetto di ampio riscontro nell’ambito dei processi di negoziazione dei prodotti finanziari.⁸

In questo contesto deve interpretarsi l’emanazione, nel 2019, del Regolamento n. 2088 sull’informativa in materia di sostenibilità (di seguito, *Sustainable Financial Disclosure Regulation*, o SFDR), entrato poi in vigore nel marzo 2021. Obiettivo esplicito del Regolamento era, difatti, accrescere la trasparenza nel settore dei servizi finanziari per quanto riguarda i temi connessi alla sostenibilità, favorendo la consapevolezza nel processo decisionale degli investitori, agevolando questi ultimi nell’identificazione e nel confronto di prodotti finanziari sostenibili e, al contempo, contrastando il fenomeno del *greenwashing* e più in generale la presenza di comunicazioni potenzialmente fuorvianti in merito alla natura (asseritamente o effettivamente) *ESG-compliant* dei prodotti immessi nel mercato finanziario.

Il Regolamento, come noto, ha introdotto una disciplina eterogenea di obblighi di informativa in capo ai partecipanti ai mercati finanziari (in senso ampio) e ai consulenti finanziari (nello specifico), imponendo un generale dovere di divulgare in modo chiaro e comprensibile come i rischi di sostenibilità siano integrati nei processi decisionali e di consulenza – e richiedendo a costoro di illustrare, ove non si tenga conto dei profili di sostenibilità di un prodotto oggetto di negoziazione, le ragioni di tale scelta (cd *comply or explain principle*). Si prevede, inoltre, che l’informativa sia diversificata in quanto riferibile alle caratteristiche del soggetto che promuove l’investimento (*entity level*) o al prodotto che questo offre (*product-level*), in base al momento in cui la comunicazione viene operata, nonché alla luce della finalità

che questa persegue. Il Regolamento introduce, in tal senso, obblighi relativi alle informazioni presenti sui siti web dei partecipanti al mercato finanziario, alle comunicazioni utilizzate nell’ambito delle strategie di *marketing*, nonché relativi alle informazioni fornite prima, durante e dopo l’investimento, con particolare attenzione all’informativa periodica. Scopo del complesso di tali oneri è, da un lato, garantire la coerenza tra quanto asserito da un operatore di mercato in fase promozionale e le pratiche effettive di investimento da costui praticate; dall’altro, fornire agli investitori una visione più completa e accurata dei rischi associati ai loro investimenti, non limitandosi ai tradizionali parametri finanziari. Altro aspetto innovativo della SFDR si rinviene nell’introduzione di una classificazione dei prodotti finanziari basata sul loro grado di sostenibilità. Questa categorizzazione, articolata negli articoli 6, 8 e 9 del Regolamento, ha delineato la tassonomia tra prodotti finanziari *brown* (ossia non integranti criteri di sostenibilità) e prodotti sostenibili cd *light* e *dark green* – ossia rivolti, rispettivamente, al perseguimento collaterale/secondaria ovvero in via esclusiva di finalità sostenibili nell’ambito del processo di investimento.

I criteri di massima delineati dalla SFDR sono stati, poi, oggetto di ulteriore specificazione all’interno di un apposito Regolamento delegato (Reg. UE 2022/1288) volto a disciplinare i dettagli circa contenuto e presentazione delle informazioni relative al principio del *Do Not Significant Harm (DNSH)*, il contenuto, le metodologie e il formato di presentazione delle informazioni in merito agli indicatori di sostenibilità utilizzati per la composizione del prodotto e agli effetti negativi per la sostenibilità derivanti dall’investimento nei prodotti negoziati, nonché il contenuto e la presentazione delle informazioni relative alla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli obiettivi di investimento sostenibile nei documenti precontrattuali, sui siti web e nelle relazioni periodiche, dando in tal senso sostanza operativa alle indicazioni presenti nella *Sustainable Finance Disclosure Regulation*.

8. EIOPA, *Final Report on Greenwashing Response to the European Commission’s request for input on “greenwashing risks and the supervision of sustainable finance policies”*, EIOPA-BoS-24-159, 4 giugno 2024, in www.eiopa.europa.eu.

2. Le criticità della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*

L'entrata in vigore della SFDR ha dunque segnato l'inizio di un percorso di graduale implementazione delle disposizioni del Regolamento, volto a delineare il perimetro operativo degli obblighi di informazione in materia di sostenibilità e le modalità concrete in cui queste dovevano essere fornite. In tal senso, ampio è stato il ricorso agli strumenti di normazione delegata da parte delle *European Supervisory Authorities* (ESAs), al fine di elaborare *Technical Screening Criteria* e modelli di formulari che consentissero di standardizzare l'informativa così come delineata dal Regolamento.

Già nei mesi successivi a tale data era emersa, tuttavia, un senso di generale incertezza in dottrina e presso i diversi *stakeholders* a vario titolo coinvolti dall'applicazione della disciplina. Si era osservato, *inter alia*, come alcune delle definizioni presenti nel Regolamento – tra le quali la nozione di sviluppo sostenibile e quella del già richiamato principio del *Do Not Significant Harm* – non risultassero, nella pratica, sufficientemente chiare⁹; del pari, il non pieno allineamento con le indicazioni e le soglie presenti nel Regolamento Tassonomia (specialmente considerandosi come anche quest'ultimo sia – ancora oggi – in fase di graduale specificazione) il quale, di contro, dovevano rappresentarne il principale riferimento operativo, sembrava ostare a quella piena armonizzazione del *framework* in materia di finanza sostenibile che aveva costituito la *ratio* delle *Sustainable Action Plan*¹⁰. Da ultimo, la distinzione tra prodotti *light* e *dark green* era apparsa di difficile declinazione pratica, paventandosi il rischio che i vincoli delineati dal Regolamento, a fronte della loro sostanziale indeterminatezza, potessero paralizzare l'operato degli attori del mercato finanziario portando questi ultimi,

nel peggiore dei casi, a non promuovere i propri prodotti ESG per timore di trovarsi involontariamente ad operare in violazione della disciplina, subendo poi significative conseguenze in termini reputazionali (cd. *green-hushing*)¹¹.

Da ciò, l'inizio di un processo di revisione della SFDR, promosso attraverso il confronto tra la Commissione europea e i diversi esperti di settore a vario titolo condizionati dalla disciplina, e tradottosi nell'apertura di una procedura di consultazione conclusasi nel maggio 2023¹². Gli elementi raccolti nel corso di tale interazione, poi, hanno trovato la propria espressione più significativa nella proposta di riforma della *Sustainable Financial Disclosure Regulation*, presentata nel giugno scorso 2024 attraverso un parere congiunto di EBA, ESMA, ed EIOPA¹³ ed attualmente al vaglio delle istituzioni dell'Unione.

3. La proposta di riforma: i contenuti essenziali

Come sottolineato dalle ESAs nel preambolo della Proposta, la necessità di una revisione della disciplina a circa tre anni dalla sua (parziale) entrata in vigore sorge dalla consapevolezza che, nonostante i progressi significativi apportati dal regolamento originale, ad oggi persistono alcune sfide e aree di miglioramento che richiedono un intervento normativo integrativo. Ciò, anzitutto perché le informazioni da fornire agli investitori ai sensi della SFDR risultano nella pratica “complesse per natura e di difficile comprensione, in particolare per gli investitori al dettaglio”, come dimostrato dai test sui consumatori condotti dalle Autorità nel corso del biennio 2022-2023¹⁴. Del pari si è osservato che, sebbene la SFDR fosse stata concepita allo scopo di migliorare la trasparenza in materia di sostenibili, nella pratica le informazioni che questa richiede di fornire sono state utilizzate dagli operatori dei mercati finanziari principalmente allo scopo di

9. Costanzo, *La valutazione di conformità al principio Do Not Significant Harm*, in *Giornale dir. amm.*, 2023, pp. 676 ss.

10. Gortsos, Kyriazis, *The Taxonomy Regulation and Its Implementation*, in Busch, Ferrarini, Grünwald (a cura di), *Sustainable Finance in Europe*, Londra, 2024, pp. 505-561.

11. V. Genovese, *La comunicazione d'impresa sulla sostenibilità e il diritto della concorrenza*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, giugno 2024; e in Lener, Lucantoni, *Sostenibilità ESG e attività bancaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 1, p. 6 ss.

12. https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2023-sfdriimplementation_en#outcome

13. *Joint ESAs Opinion On the assessment of the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)* del 18 giugno 2024, JC 2024 06.

14. <https://www.esma.europa.eu/document/final-report-draft-rts-review-pai-and-financial-product-disclosures-sfdr-delegated>

classificare i loro prodotti a fini promozionali, utilizzando lo *status* di prodotti “articolo 8” o “articolo 9” (e, dunque, *light* e *dark green*) quale un “marchio di qualità” per la sostenibilità nelle proprie strategie di *marketing*, senza che a queste definizioni si accompagnasse un processo di effettivo chiarimento all’investitore circa i caratteri dei prodotti offerti. In altre parole, si evidenzia come la disciplina del Regolamento, pur integrata dall’intensa attività di disciplina secondaria portata avanti dalle ESAs, risulti allo stato non sufficientemente chiara; ciò rischia tradursi in un sostanziale pregiudizio per gli investitori e per la capacità del mercato di perseguire, nel suo complesso, obiettivi di sviluppo sostenibile.

Alla luce di quanto premesso, un aspetto centrale della Proposta di revisione riguarda anzitutto la chiarificazione e l’armonizzazione delle definizioni e dei criteri di sostenibilità presenti nel Regolamento, al fine di addivenire ad una maggiore precisione terminologica funzionale a evitare interpretazioni divergenti e garantire un’applicazione uniforme delle norme in tutti gli Stati membri. In particolare, si mira a fornire definizioni più dettagliate e operative di concetti chiave come “rischio di sostenibilità” e “fattori di sostenibilità”, al fine di ridurre l’ambiguità e agevolare il rispetto della disciplina da parte degli operatori del mercato.

Si propone, in tal senso, di rendere maggiormente stringenti i parametri chiave previsti dall’Articolo 2(17) della SFDR in materia di informazione circa la composizione dei portafogli di investimento, allineandone il contenuto con quanto previsto dal Regolamento Tassonomia per quanto riguarda la sostenibilità ambientale, nonché agli *standard* internazionali quali quelli elaborati dall’ISSB, i quali costituiscono allo stato i modelli operativi più diffusi e riconosciuti nella prassi. Parimenti, si auspica lo sviluppo di criteri specifici in materia di sostenibilità sociale, posto che tale aspetto risulta (pacificamente) quello meno definito nel quadro normativo.

La Proposta di riforma si propone inoltre di incidere sull’attuale classificazione dei prodotti ai sensi degli Artt. 6, 8 e 9 della SFDR, mediante una revisione dell’attuale sistema e l’introduzione delle nuove nozioni di “Prodotto sostenibile”, destinata a quegli investimenti in attività già ambientalmente e/o socialmente sostenibili, e di “Prodotto di transizione”, per investimenti in attività non ancora sostenibili ma che mostrano un miglioramento nel tempo verso la sosteni-

nibilità; tale nomenclatura è ritenuta maggiormente coerente con l’impianto delineato dal quadro normativo vigente in materia di finanza sostenibile, nonché funzionale ad una più elevata comprensibilità dell’informazione per l’investitore. Si ipotizza, del pari, di introdurre contestualmente un sistema di *rating* per il livello di sostenibilità dei prodotti finanziari, ricorrendo ad un modello di “etichettatura” sulla falsariga di quanto già previsto in altri settori (*in primis* per i prodotti alimentari); ciò al fine di trasmettere un’informativa semplificata ed immediatamente recepibile circa il tasso di sostenibilità del prodotto offerto. Tale soluzione sarebbe, inoltre, propedeutica ad un processo di ulteriore granularizzazione delle due categorie di prodotto *ESG-oriented*, da operarsi di pari passo con la definizione dei relativi requisiti.

Lungi dall’assumere una portata meramente illustrativa, la distinzione tra prodotti sostenibili e prodotti di transizione andrebbe inoltre ad incidere sull’applicabilità di alcuni oneri informativi in materia di trasparenza sugli impatti negativi sulla sostenibilità. In particolare, la Proposta suggerisce di distinguere tra la “considerazione” e l’“informazione” circa i *Principal Adverse Impacts (PAI)* relativi ad un prodotto finanziario, ipotizzando di rendere obbligatoria la “considerazione” dei PAI per i prodotti rientranti nella categoria di prodotti sostenibili, ritenendosi di contro sufficiente una generale “informazione” circa il PAI per i prodotti qualificabili come di transizione. Sempre con riferimento ai prodotti e alla loro classificazione, la Proposta affronta poi la questione dell’ambito di applicazione della SFDR, suggerendo l’opportunità ampliarlo per includere prodotti attualmente fuori dal perimetro del Regolamento, come i prodotti strutturati EMTN. Si ritiene auspicabile, inoltre, una chiarificazione sull’applicazione della normativa ai prodotti assicurativi multi-opzione (MOPs), alla luce delle incertezze interpretative emerse in tale area. Tale processo deve svilupparsi parallelamente al miglioramento dei processi di *disclosure* anche per i prodotti *brown* – non rientranti nelle due categorie disciplinate dalla SFDR – al fine di evidenziarne al meglio i profili di distinzione rispetto ai prodotti sostenibili. Più in generale, con riferimento per quanto riguarda la documentazione che gli operatori di mercato sono tenuti a fornire alle proprie controparti negoziali, si suggerisce anzitutto una semplificazione e una differenziazione delle informazioni fornite agli investitori *retail* rispetto a quelle destinate agli investitori sofi-

sticati, nonché una maggiore attenzione ai contenuti specifici che dovrebbero caratterizzare gli obblighi di *reporting* periodico. Si propone, inoltre, di adattare il formato delle informazioni al crescente consumo digitale, utilizzando la stratificazione dei contenuti per permettere una fruizione più agevole delle informazioni, e ricorrendo ove possibile a metriche quantitative al fine di illustrare con maggiore chiarezza la *performance* di sostenibilità di prodotti negoziati.

Il tema della quantificazione d'impatto si lega, da ultimo, ad un generale riscontro della necessità – ai fini della promozione dei processi sostenibili in seno all'industria finanziaria – di garantire l'accesso a *datasets* ESG standardizzati, affidabili e comparabili. In tal senso, la proposta assevera il ruolo centrale ormai assunto dagli ESG *data provider*, arrivando financo ad ipotizzare la predisposizione di un quadro normativo dedicato al fine di regolarne l'attività.

4. Riflessioni in prospettiva – e perduranti incertezze – sul percorso dell'informativa finanziaria in materia di sostenibilità

La presa di coscienza circa la necessità di una revisione della disciplina delineata dalla *Sustainable Financial Disclosure Regulation* rappresenta, in tutta evidenza, un momento necessario nel processo di transizione dei mercati finanziari verso un assetto genuinamente sostenibile: il percorso travagliato del Regolamento e dei suoi atti secondari (più volte proposti nella loro redazione, peraltro, alla luce delle vicende connesse alla crisi pandemica)¹⁵ nonché il suo collocarsi in un momento nel quale le altre discipline in materia – *in primis* il Regolamento Tassonomia – erano ancora “in via di definizione” non potevano, infatti, non tradursi in una disciplina necessariamente frammentaria che, pur avendo spiccata valenza programmatica, risultava *ictu oculi* di ridotta efficacia prescrittiva. A ciò si aggiunga che, stante l'emanazione della SFDR “a monte” della pluralità di discipline in materia di *reporting* e *due diligence* di sostenibilità emanate negli anni successivi, un momento di coor-

dinamento a breve termine appariva a tutti gli effetti come un'esigenza ineludibile.

Che, tuttavia, la strada tracciata dalle *European Supervisory Authorities* – pur muovendo da obiettivi condivisibili – riesca a pervenire ai risultati che la proposta di riforma si propone di raggiungere, non appare intuitivo: il passaggio alla nuova categorizzazione in termini di prodotti “di sostenibilità” e “di transizione”, ad esempio, non sembra sufficiente a favorire una maggiore consapevolezza dei processi di investimento ove non accompagnata da una ridefinizione chiara dei vincoli utili ad operare la collocazione dei prodotti all'interno dei *silos* positivamente predisposti (il che, a ben vedere, rappresentava altresì il principale problema della classificazione *ex artt.* 8 e 9). Ciò anche considerandosi come la nozione di sostenibilità “di transizione” sia già presente all'interno di altri *corpora* in materia di finanza sostenibile, ma con accezioni differenti – in questo senso, il riferimento più evidente è all'interpretazione recentemente fornita dalla *European Banking Authority* in merito all'articolo 76 comma 2 della CRD IV¹⁶.

Certamente auspicabili, invece, la semplificazione degli oneri informativi per gli investitori *retail* e l'introduzione di un *benchmark* univoco di sostenibilità che possa favorire la comunicazione, nonché la ricerca di una maggiore standardizzazione dell'informazione attraverso il riferimento a comprovati standard internazionali. Anche in questo caso, tuttavia, permangono le incertezze relative all'incapacità della disciplina di smarcarsi da un modello, quello degli obblighi di *disclosure*, che già da tempo è stato criticato in quanto difficilmente idoneo a promuovere scelte consapevoli da parte degli investitori, a favore del – di contro – perdurante affidamento sulla figura dell'intermediario e della marcata centralità ancora caratterizzante il processo di consulenza. Tema già emerso, peraltro, nel diverso – ma collegato – contesto della *retail investment strategy*¹⁷. Certamente da accogliere, di contro, la maggiore attenzione alla sovrapposizione tra il perseguimento di obiettivi fi-

15. <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/transparency-and-pillar3/joint-rt-esg-disclosure-standards-financial-market-participants>

16. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Consultation paper Draft Guidelines on the management of ESG risks*, EBA/CP/2024/02, 2024, p. 4

nanza sostenibile e la salvaguardia del patrimonio informativo-digitale: in questo senso, il riconoscimento della centralità acquisita dagli ESG-dataset nonché del ruolo rivestito dai relativi *provider* rappresenta certamente un primo passo verso la predisposizione di un quadro normativo in grado di promuovere le istanze di sostenibilità lungo l'intera filiera di valore. Rimangono, sullo sfondo (e pure accennate dalle ESAs nel contesto della Proposta) le difficoltà connesse all'identificazione di nozioni – *in primis* quelle di sviluppo sostenibile e di *Do Not Significant Harm* – che fanno riferimento a concetti sincronicamente complessi e non sufficientemente consolidati a livello di consapevolezza scientifica: risulta, ad oggi, estremamente difficile ipotizzare che il giudizio necessariamente contestualizzato che il *DNSH* implica possa operarsi in assenza di parametri chiari per l'identificazione dei connotati della sostenibilità sociale; inoltre, lo stesso requisito dell'intergenerazionalità che continua a connotare la nozione di sviluppo sostenibile risulta allo stato privo di un effettivo riscontro pratico, traducendosi vieppiù nella mera richiesta alle imprese di formulare valutazioni di sostenibilità di breve, medio e lungo periodo. In mancanza di interventi idonei a colmare queste lacune, l'indeterminatezza dei presupposti concettuali alla base della disciplina renderà quest'ultima sempre inadatta a promuovere una comunicazione efficace agli investitori, e di conseguenza inidonea a scongiurare i rischi di *green* e *social washing* e a permettere agli operatori del mercato finanziario di operare in un panorama genuinamente concorrenziale nel quale sia possibile identificare chiaramente le responsabilità incombenti sui singoli attori in caso di dichiarazioni mendaci o fuorvianti, e le strategie più adatte a prevenirle. Si tratta, dunque, di un passo, certamente necessario: ma la strada – è bene saperlo – sembra ancora lunga.

17. https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en.

La nuova compliance sulla sicurezza informatica alla luce del Digital Operational Resilience Act (“DORA”): tra rivoluzione culturale e nuovo framework regolamentare

di Savino Casamassima (Pavesio e Associati with Negri-Clementi)

1. Premessa: evoluzione organizzativa dei presidi e del sistema dei controlli interni

La struttura organizzativa dei controlli interni di banche ed entità finanziarie negli ultimi due decenni si è evoluta in modo esponenziale al fine di allinearsi alla gestione dei nuovi rischi, sempre più ampi e complessi.

In questo senso, la funzione *Internal Audit* è stata affiancata a partire dal 2007 dalla funzione *Compliance*, resa obbligatoria con le istruzioni della Banca d'Italia che riprendevano quanto previsto dal Comitato di Basilea nell'aprile del 2005. Successivamente, la struttura organizzativa dei controlli interni delle banche e finanziarie si è ulteriormente evoluta grazie al progressivo ampliamento del ruolo del *Risk Management* al di fuori del tradizionale presidio sul solo rischio credito, nonché alla identificazione organizzativa del responsabile Antiriciclaggio quale funzione autonoma ed indipendente, soprattutto a partire dal provvedimento della Banca d'Italia del marzo 2019. In questo percorso regolamentare “darwiniano”, troviamo ad un certo punto il Regolamento EU 2022/2554 c.d. DORA (*Digital Operational Resilience Act*), emesso nel gennaio 2022 ed obbligatorio a partire dal 17 gennaio 2025, che mira a garantire che le imprese del settore finanziario ed assicurativo siano in grado di affrontare gli attacchi informatici e le complessità operative ad essi connesse attraverso l'implementazione di idonee misure di *governance*, *cybersecurity* e gestione del rischio ICT. La Regolamentazione DORA, in linea con l'elevato livello di attenzione alla *governance* sulla gestione dei rischi, identifica anch'essa all'art. 6 una funzione di controllo quale responsabile della gestione e della sorveglianza dei rischi informatici, a cui deve essere assicurato un livello appropriato d'indipendenza per evitare conflitti d'interesse.

Negli ultimi due decenni, quindi, di fronte ad un aumento esponenziale della complessità operativa, la normativa bancaria e finanziaria ha ampliato i presidi obbligatori di *governance* dei nuovi rischi, di cui il rischio informatico è solo l'ultimo in ordine temporale.

2. Le radici regolamentari della rivoluzione DORA

Il punto di partenza di quest'ultimo tassello è rappresentato dalle linee guida del 25 febbraio 2019 della *European Banking Authority* in materia di esternalizzazione, le quali hanno iniziato a delineare un nuovo perimetro regolamentare e nuove regole sulla *governance* delle banche e delle entità finanziarie, finalizzate a garantire una rigorosa gestione dei rischi da parte degli enti creditizi anche attraverso una modifica dell'organizzazione e degli stessi profili di composizione degli organi societari. In questo percorso normativo, troviamo in immediata successione temporale la Circolare 285 della Banca d'Italia¹, i provvedimenti sulla funzione Antiriciclaggio² e, appunto, il Regolamento EU 2022/2554 c.d. DORA (*Digital Operational Resilience Act*) che mira a garantire che le imprese del settore siano in grado di affrontare gli attacchi informatici e le complessità operative attraverso l'implementazione di idonee misure di *governance*, *cybersecurity* e gestione del rischio ICT. Se confrontiamo, quindi, gli scenari regolamentari all'inizio del 2019 con quelli attuali, ci rendiamo conto dell'enorme cambiamento del mercato e della veloce e moderna evoluzione della normativa.

Le linee guida EBA, in particolare, sono nate dalla consapevolezza che le esternalizzazioni stavano progressivamente modificando dall'interno la struttura organizzativa delle banche, non più solamente per una mera gestione efficiente dei costi, ma soprattutto per consentire una ricerca all'esterno di competenze sempre più sofisticate e dinamiche in un mercato in

1. A partire dal 34esimo aggiornamento di recepimento delle menzionate linee guida EBA.

2. Da ultimo quello del 1° Agosto 2023.

rapida evoluzione che rendeva spesso velocemente inadeguate, non competitive ed inefficienti le organizzazioni.

In questo senso, hanno introdotto due principi cardine in materia di *governance*, ovvero in primo luogo quello della “piena consapevolezza”, allorquando hanno disposto che “*gli enti e gli istituti di pagamento dovrebbero individuare e gestire tutti i loro rischi, compresi quelli derivanti da accordi con terzi. Il sistema di gestione dei rischi dovrebbe inoltre consentire agli enti e agli istituti di pagamento di prendere decisioni informate sull’assunzione dei rischi e assicurare che le misure di gestione dei rischi siano correttamente attuate, anche per quanto riguarda i rischi informatici*”³.

Assieme al principio di cui sopra, quindi, ne è stato ribadito un altro di fondamentale importanza, ovvero quello della “piena responsabilità”, allorquando si ribadisce che il Consiglio di Amministrazione, anche in caso di esternalizzazione, rimane “*pienamente responsabil(e) del rispetto di tutti i loro obblighi normativi, compresa la capacità di vigilare sull’esternalizzazione di funzioni essenziali o importanti*”⁴, sulla base del presupposto che l’esternalizzazione “*non dovrebbe abbassare i requisiti di idoneità applicati ai membri dell’organo di amministrazione ... i quali dovrebbero avere competenze adeguate e risorse sufficienti e debitamente qualificate per assicurare un’adeguata gestione e supervisione degli accordi di esternalizzazione*”⁵.

In sintesi, nel percorso evolutivo di normativa e gestione dei nuovi rischi, ai membri del Consiglio di Amministrazione, nonché agli organi di *governance* ed ai soggetti apicali in generale, viene richiesta espressamente una competenza specifica in materia di gestione dei rischi e controlli, con particolare rife-

rimento alle esternalizzazioni che oggi devono avere una adeguata pianificazione strategica ed una *governance* dei controlli efficace⁶.

3. L’impatto di DORA sulla *governance* di banche ed entità finanziarie: una nuova cultura aziendale del rischio

La regolamentazione DORA in materia di *cybersecurity* per le entità finanziarie si inserisce in questo solco consolidato in cui è pacifico che i membri del consiglio di amministrazione “*mantengono attivamente aggiornate conoscenze e competenze adeguate per comprendere e valutare i rischi informatici e il loro impatto sulle operazioni dell’entità finanziaria, anche seguendo una formazione specifica su base regolare, commisurata ai rischi informatici gestiti*”⁷.

L’applicazione di questo principio richiede agli organi di *governance* conoscenze e competenze non soltanto in materia di esternalizzazione e di controllo dei relativi rischi, ma specificamente in ambito ICT, con la conseguenza che il Consiglio di Amministrazione, quale organo di supervisione strategica, sarà in questo modo adeguatamente in grado di definire, in un ambito sempre più critico quale quello ICT, sia una pianificazione strategica, sia una *governance* dei rischi consapevole e moderna.

Il punto di cui sopra è tanto più complesso se si considera che la regolamentazione DORA ha consacrato la modifica del perimetro regolamentare estendendolo ai fornitori ICT considerati critici, i quali, quindi, rientrano a pieno titolo non solo nella pianificazione strategica delle entità finanziarie, ma anche all’interno di un sistema di controlli regolamentari che diventa quindi maggiormente complesso e sofisticato a livello sistemico. Anche tale aspetto deve necessariamente essere una chiave di interpretazione ai fini del-

3. Vedi art. 32 delle linee guida EBA, in cui l’ultimo concetto, poi, è quello alla base della successiva Regolamentazione DORA del 2022.

4. Art. 35 linee guida EBA del 2019 in materia di esternalizzazione.

5. Art. 37 linee guida EBA del 2019 in materia di esternalizzazione.

6. Al di fuori dell’ambito regolamentare, possiamo riconoscere un simile principio nella Corporate Sustainability Due Diligence Directive, in cui la stessa CSDDD mira a disciplinare gli obblighi di due diligence delle imprese in relazione ai propri partner e fornitori, al fine di monitorare e gestire responsabilmente gli impatti della filiera stessa nelle aree rilevanti in ambito ESG.

7. Art. 5, quarto comma, Regolamento DORA.

la definizione delle competenze degli organi societari. Se guardiamo, quindi, i processi di “*fit and proper*” degli organi sociali degli ultimi anni, ci rendiamo conto di come abbia formato oggetto di uno specifico approfondimento da parte delle Autorità di Vigilanza la funzionalità complessiva dei Consigli di Amministrazione, laddove a fronte di una maggiore complessità operativa, vengono richieste competenze specifiche e, da ultimo con la regolamentazione DORA, una capacità di analizzare efficacemente i dati e di assicurarne l’integrità, anche per sfruttare pienamente la trasformazione digitale.

In sintesi, il primo aspetto evolutivo da mettere in evidenza è che i criteri di individuazione e selezione degli amministratori di banche, assicurazioni ed entità finanziarie sono profondamente mutati, con la conseguenza che se da una parte bisogna considerare che le competenze richieste ai Consigli di Amministrazione riguardano la composizione complessiva dei suoi membri e non necessariamente il singolo individuo a cui non sono richieste “super-competenze”, bisogna altresì prendere atto che il profilo regolamentare del consigliere di amministrazione “tipo” diventa sempre più quello di un esperto (in qualcosa, non necessariamente in tutto) mentre tende a sparire quello tradizionale del c.d. banchiere, un po’ generalista.

4. Il percorso di implementazione: a che punto siamo?

La normativa DORA viene da un lungo percorso che ha le sue origini nel *Digital Finance Package* varato nel 2020 dalla Commissione UE, che comprendeva appunto il DORA, il Regolamento Pilot ed il MiCAR. In particolare, il Regolamento DORA nasceva dalla constatazione di una crescente dipendenza del settore finanziario dai processi digitali, a seguito della quale la Commissione proponeva l’elaborazione di un sistema di norme rigorose per prevenire e limitare l’impatto degli incidenti ICTe che avesse come obiettivo quello di promuovere meccanismi di resilienza operativa informatica nel settore finanziario.

Il percorso regolamentare successivo è stato virtuoso e di progressiva elaborazione, approfondimento e condivisione con il mercato su contenuti che si sono sviluppati a partire dalla Direttiva 2022/2556 e dal re-

lativo Regolamento 2022/2554 e che oggi forniscono un pacchetto normativo completo e coerente, in continuità con la regolamentazione precedente e, in particolare, con le succitate linee guida EBA del 25 febbraio 2019 in materia di esternalizzazione. Attraverso un processo regolamentare dinamico ed efficiente, a partire da gennaio 2024 sono stati emessi una serie di documenti esecutivi consistenti in tre Regolamenti Delegati della Commissione ed undici *Regulatory Technical Standards* (RTS) emessi congiuntamente dalle *European Supervisory Authorities*⁸.

In particolare, i Regolamenti Delegati, pubblicati contestualmente sulla Gazzetta Ufficiale dell’Unione europea il 25 giugno 2024 ed entrati in vigore il 15 luglio successivo, hanno l’obiettivo di disciplinare tre ambiti normativi di particolare importanza con uno strumento che nell’ambito della disciplina delle fonti è di pari livello regolamentare rispetto allo stesso Regolamento DORA.

Il Regolamento Delegato 2024/1772 disciplina le norme tecniche che specificano i criteri per la classificazione (i) degli incidenti connessi alle TLC e (ii) delle minacce informatiche, ivi incluse le relative soglie di rilevanza ed i dettagli relativi alle segnalazioni dei gravi incidenti, fornendo in quest’ambito un approfondimento tecnico-normativo agli artt. 18 e 19 del Regolamento DORA, ulteriormente disciplinato anche dai *Regulatory Technical Standards*.

Il Regolamento Delegato 2024/1773, invece, approfondisce il contenuto della politica reattiva agli accordi contrattuali con terze parti per l’utilizzo di servizi TIC a supporto di funzioni essenziali o importanti e va ad integrare e dettagliare il Capo V, Sezione I della Regolamentazione DORA, ponendosi specificamente in continuità con le precedenti linee guida EBA del 25 febbraio 2019 in materia di esternalizzazione.

Da ultimo, il Regolamento Delegato 2024/1774 disciplina le norme tecniche di regolamentazione relative agli strumenti, i metodi, i processi e le politiche per la gestione dei rischi informatici, nonché relative al quadro semplificato, ed in questo ambito fornisce una regolamentazione dettagliata sui presidi che i soggetti destinatari della normativa devono prevedere e formalizzare anche ai fini di una agevole supervisione da parte delle Autorità preposte.

8. Per il settore bancario l’EBA (European Banking Authority), per il settore degli strumenti e dei mercati finanziari l’ESMA (European Securities and Markets Authority) e per quello delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali l’EIOPA (European Insurance and Occupational Pensions Authority).

Per quanto riguarda i *Regulatory Technical Standards* (RTS) emessi dalle *European Supervisory Authorities* (ESA's), si tratta di norme tecniche di regolamentazione comuni che forniscono indicazioni uniformi in determinati ambiti.

Tali documenti, appunto di natura tecnica, non sono equivalenti ai regolamenti nell'ambito della gerarchia delle fonti e sono finalizzati a fornire ai soggetti destinatari utili indicazioni interpretative ed anche possibili soluzioni operative da adottare all'interno delle proprie policy, procedure e protocolli in adempimento alla Regolamentazione a cui si riferiscono.

Considerando il rango nella gerarchia delle fonti ed il livello di dettaglio operativo, i documenti in questione sono certamente quelli maggiormente interessati dall'applicazione del principio di proporzionalità di cui all'art. 4 della Regolamentazione DORA in base al quale i soggetti destinatari possono implementare la normativa “*tenendo conto delle loro dimensioni e del loro profilo di rischio complessivo, nonché della natura, della portata e della complessità dei loro servizi, delle loro attività e della loro operatività*”. Pertanto, in un processo di implementazione ideale, i soggetti destinatari dovrebbero esaminare compiutamente tutti i RTS e le relative soluzioni proposte, adottandoli con i contenuti e la magnitudo maggiormente coerenti con la complessità della propria struttura organizzativa e della propria attività.

Senza entrare nel merito dei singoli documenti, che per la maggior parte sono in forma di “*Final Draft*” su cui vi sarà a stretto giro una conferma e formalizzazione da parte della Commissione nella versione esecutiva definitiva, in questa sede è utile evidenziare come quattro RTS sono di minore interesse ai fini della mera implementazione per i soggetti destinatari, in quanto finalizzati a disciplinare ambiti di natura regolamentare maggiormente riservati alle Autorità.

Per quanto riguarda i restanti, riguardano aspetti tecnici di rilevante importanza quali: la classificazione degli incidenti gravi e delle minacce informatiche significative, la politica di utilizzo dei servizi TIC forniti da terzi a supporto delle funzioni essenziali importanti, i modelli standard per le comunicazioni relative ai contratti con parti terze che compongono il registro delle informazioni previsto dall'art. 28, terzo e nono comma della Regolamentazione DORA, il quadro degli strumenti, metodi e strategie di gestione del rischio ICT relativamente all'elaborazione interna di processi e policy, nonché indicazioni relativamente

ai test avanzati (c.d. TLPT) previsti dalla normativa principale.

Il percorso normativo di DORA rappresenta certamente un modello di *best practice* per le modalità ed i contenuti con cui un legislatore intercetta, disciplina e regola un ambito di rischio del mercato finanziario nuovo ed in evoluzione esponenziale negli ultimi anni.

Il legislatore europeo, partendo dalla identificazione dell'obiettivo principale, ovvero la gestione del rischio informatico nel settore finanziario, attraverso il coinvolgimento di tutti gli *stakeholders*, ha progressivamente elaborato un insieme di norme, dai principi generali a quelle più tecniche di cui ai RTS, ed ha comunque lasciato ai soggetti destinatari la flessibilità di identificare il proprio punto di equilibrio nell'implementazione, tra recepimento del principio di proporzionalità e gestione della complessità ai fini della piena implementazione entro la imminente prossima scadenza del 17 gennaio 2025.

5. La cybersecurity nel mercato globale, al di là del perimetro regolamentare

La disciplina DORA sulla *cybersecurity* è caratterizzata da una profonda consapevolezza della dinamicità e mutevolezza del mercato e non pretende di raggiungere un punto fermo, come spesso avvenuto in passato quando il legislatore aveva l'ambizione di cristallizzare la realtà in un quadro normativo statico e valido per tutte le stagioni.

Diversamente dal passato, si delinea un modello di gestione del rischio informatico che affida ai soggetti destinatari l'identificazione delle migliori modalità e strumenti per una sostanziale compliance con gli obiettivi e con i contenuti della normativa.

Nell'ambito più ampio della *cybersecurity*, si inserisce anche l'approvazione del Decreto Legislativo del 4 settembre 2024 n. 138, pubblicato in GU il 1° ottobre u.s., in applicazione della Direttiva EU c.d. NIS2, il quale potrà erroneamente apparire attività ordinaria per coloro che negli ultimi mesi si sono occupati dell'implementazione di DORA per banche, assicurazioni ed entità finanziarie. In un mercato sempre più globale ed interconnesso, bisogna invece uscire da una visione di settore e rendersi conto di come l'implementazione della direttiva NIS2 rappresenti un importante ulteriore tassello di un passaggio epocale, critico ed importante, “the big picture” per l'intero mercato di aziende e pubbliche

amministrazioni, con il nobile e comune obiettivo di stabilire “*misure volte a garantire un livello elevato di sicurezza informatica in ambito nazionale, contribuendo ad incrementare il livello comune di sicurezza nell’Unione europea in modo da migliorare il funzionamento del mercato interno*”⁹.

Le prossime e semplici scadenze per tutti sono il 17 gennaio 2025 per i soggetti impattati da DORA e la piena implementazione della normativa in ambito bancario, assicurativo e finanziario, e comunque l’inizio del 2025 per l’intero mercato di aziende e pubbliche amministrazioni al fine di effettuare un *assessment* interno sull’applicabilità o meno della normativa NIS2 ed adempiere all’obbligo di registrazione di cui all’art. 7, primo comma, del D. Lgs. N.138/2024 da effettuarsi tra il 1 gennaio ed il 28 febbraio.

La nuova muraglia globale della *cybersecurity* è in piena costruzione ed evoluzione, con fondamenta solide e profonde, ma il livello di attenzione non può essere abbassato per i soggetti destinatari, ai quali è richiesto un approccio olistico e sistemico, in luogo di un arroccamento di tutela individuale che in un mercato sempre più interconnesso è destinato ad una cronica fragilità, indipendentemente dalle risorse a disposizione.

9. Art. 1, primo comma, D. Lgs. n.138/2024.

La sicurezza economica europea e la digitalizzazione del settore finanziario tra cybersicurezza e resilienza operativa digitale

di Matteo Pignatti (Scuola Superiore Universitaria ad Ordinamento Speciale – CASD)

1. La sicurezza economica europea e la digitalizzazione del settore finanziario

La politica commerciale e le scelte di sviluppo economico dell'UE paiono rivolte al perseguimento dell'“autonomia strategica”¹, bilanciando e graduando l'utilizzo di strumenti per garantire la “sicurezza economica europea”² (si v.: la revisione della disciplina sugli investimenti esteri diretti³, le previsioni sulla coercizione economica da paesi terzi⁴, in materia sovvenzioni estere alle imprese europee volte a prevenire possibili distorsioni economiche⁵, nonché per il sostegno alla ricerca e lo sviluppo su tecnologie potenzialmente a duplice uso e controllo sulle esportazioni di quest'ultime⁶) ed evitare criticità connesse a comportamenti protezionistici⁷.

In tale contesto, il legame tra settore finanziario e settore ICT presenta molteplici profili di interesse in considerazione del rapporto di co-dipendenza⁸ tra i due settori e della circostanza per cui la maggior parte degli operatori finanziari sistemici europei ricorre ai

servizi di tecnologia finanziaria forniti da società di paesi terzi (Stati Uniti e Cina)⁹ che hanno una posizione dominante in alcuni servizi ICT (quale il *cloud*). Ciò espone il Mercato Interno ad una dipendenza che non è solo più tecnologica, ma che genera effetti sulle operazioni finanziarie e nei rapporti politici. Ecco come il settore finanziario (da intendersi comprensivo di quello bancario e quello assicurativo) e gli elementi tecnologici utilizzati al suo interno costituiscono “fattori” per determinare se un investimento estero diretto (IED) possa incidere sulla sicurezza o sull'ordine pubblico (Regolamento UE, 452/2019, art. 4) e consentono l'utilizzo dei poteri speciali di “*golden power*” quali settori strategici a livello nazionale (d.l. 15 marzo 2012, n. 21, conv. in l. 11 maggio 2012, n. 56)¹⁰.

Tale rapporto ha generato nuovi rischi¹¹, evidenziando l'importanza della cybersicurezza¹².

Provvedimenti sono quindi stati adottati a livello internazionale, europeo e nazionale.

1. Commissione UE, *Il sistema economico e finanziario europeo: promuovere l'apertura, la forza e la resilienza*, 19 gennaio 2021.

2. Commissione UE - Alto Rappresentante dell'Unione per gli affari esteri e la politica di sicurezza, *Comunicazione congiunta sulla “strategia europea per la sicurezza economica”*, 20 giugno 2023. Cfr. anche: Commissione UE, *Impulso alla sicurezza economica dell'Europa: introduzione a cinque nuove iniziative*, 24 gennaio 2024.

3. Regolamento UE, 2019/452. Si v. anche: Commissione UE, *Proposta di regolamento UE relativo al controllo degli investimenti esteri nell'Unione, che abroga il regolamento (UE) 2019/452 del Parlamento europeo e del Consiglio*, 26 gennaio 2024.

4. Regolamento UE 2023/2675, *sulla protezione dell'Unione e dei suoi Stati membri dalla coercizione economica da parte di paesi terzi*.

5. Regolamento UE 2022/2560, *relativo alle sovvenzioni estere distorsive del Mercato Interno*.

6. Regolamento UE 2021/821, *che istituisce un regime dell'Unione di controllo delle esportazioni, dell'intermediazione, dell'assistenza tecnica, del transito e del trasferimento di prodotti a duplice uso (rifusione)*.

7. Commissione UE, *The future of European Competitiveness - Part A, A competitiveness strategy for Europe*, 9 settembre 2024, 16-17.

8. Già oggi le banche europee dichiarano che il 65% di esse ha partnership contrattuale con le aziende *BigTech*. Cfr.: Financial Stability Board, *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 14 febbraio 2019; Id., *BigTech Firms in Finance in Emerging Market and Developing Economies Market developments and potential financial stability implications*, 12 ottobre 2020.

9. R. Masera, *L'Europa, l'unione europea e l'eurozona: crisi e proposte di soluzione*, in *Riv. trim. dir. dell'economia*, 167, in cui si evidenzia come la Cina, con alcune delle più importanti *Fintech Companies* del mondo, pone una sfida alla leadership degli US nella Finanza Digitale e al ruolo del dollaro al centro del sistema finanziario internazionale. Per una analisi del contesto italiano: Consob, *FINTECH: Profili di attenzione e opportunità per gli emittenti e il risparmio nazionale*, 6 luglio 2021. Si v. anche: K. Trautmann, *EU-DORA regulation as a result of cloud computing adoption by the financial services industry*, in *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2023, 38(5), 155-161.

Le Nazioni Unite hanno recentemente adottato un Trattato prevenire e combattere la criminalità informatica in modo più efficiente ed efficace¹³. Nell'UE, la circostanza per cui la sicurezza delle reti e dei sistemi informativi è essenziale per l'armonioso funzionamento del mercato interno, ha portato a disciplinare le *“misure per un livello comune elevato di sicurezza delle reti e dei sistemi informativi nell'Unione”*¹⁴. Nell'ordinamento giuridico italiano la *“cybersicurezza”* ha assunto specifica rilevanza quale *“insieme delle attività necessarie per proteggere dalle minacce informatiche reti, sistemi informativi, servizi informatici e comunicazioni elettroniche, assicurandone la disponibilità, la confidenzialità e l'integrità, e garantendone altresì la resilienza”*¹⁵.

Si sono quindi definiti strumenti e metodologie per prevenire e gestire i rischi connessi a possibili minacce.

Se le misure sugli IED costituiscono strumento per evitare effetti distorsivi in settori di rilevanza strategica conseguenti ad investimenti esteri o investitori esteri, il rapporto che lega il settore finanziario a quello ICT è sovente connesso a prestatori di servizi tecnologici stabiliti fuori dall'UE.

In questo modo la disciplina europea in materia di IED ed i poteri speciali di *“golden power”* possono trovare applicazione per evitare che aziende ICT possano essere influenzate da partecipazioni significative o dal controllo di investitori esteri, mentre le misure per un livello comune ed elevato di cybersicurezza nell'UE (Direttiva UE, 2555/2022, c.d. NIS2) e la disciplina europea sulla resilienza operativa digitale (Regolamento UE, 2554/2022, c.d. DORA) si propongono di definire rispettivamente misure volte a garantire il livello di sicurezza informatica e prevenire i rischi

conseguenti il rapporto di co-dipendenza tra settore finanziario e quello ICT ove siano esternalizzate delle attività a fornitori terzi.

2. Le misure di cybersicurezza nell'Unione Europea

La Direttiva NIS2, entrata in vigore il 17 gennaio 2023 e da recepire negli ordinamenti giuridici nazionali entro il 17 ottobre 2024¹⁶, si propone di armonizzare le forme di tutela nell'UE (Direttiva UE, 2555/2022, art. 5), limitando le criticità connesse a possibili esclusioni a livello nazionale da quello che rappresenta un ambito di applicazione minimo (gli Stati Membri potranno, al contrario, intervenire in fase di recepimento per includere soggetti o definire requisiti più dettagliati). Sono così ricompresi i soggetti che operano nei *“Settori ad Alta Criticità”* (Direttiva UE, 2555/2022, all. I, in cui rientrano gli enti creditizi) e negli *“Altri Settori Critici”* (Direttiva UE, 2555/2022, all. II), ove siano soddisfatti specifici criteri di dimensione e di fatturato (Direttiva UE, 2555/2022, art. 2, c. I).

Viene così superata la distinzione tra *“Operatori di Servizi Essenziali”* (OSE) e *“Fornitori di Servizi Digitali”* (FSD) in favore di quella tra *“Soggetti Essenziali”* e *“Soggetti Importanti”* (Direttiva UE, 2555/2022, art. 4), su cui ricade la responsabilità di garantire la sicurezza dei sistemi informatici e di rete che utilizzano nelle loro attività.

La definizione di *“quadri coordinati in materia di cybersicurezza”* da parte degli Stati membri (tale da comportare l'adozione di una strategia nazionale - art. 7 - e quadri nazionali di gestione delle crisi informatiche - art. 9 - nonché l'istituzione di una o più Autorità competenti e punti di contatto unici - art. 8 - e di

10. d.P.C.M. 18 dicembre 2020, n. 179, art. 8, c. I, in cui, in attuazione dell'art. 2, c. I *ter*, d.l. n. 21 del 2012, individua tra i beni e i rapporti rilevanti, le *“tecnologie critiche”* per *“lo sviluppo di software per la protezione dei dati relativi alla persona, alla negoziazione e allo scambio di dati e prodotti, nonché alla gestione documentale nell'ambito della gestione delle attività finanziarie”*.

11. Si v. Banca d'Italia, *La cybersicurezza del settore finanziario: ruolo delle autorità e valore della cooperazione*, intervento di apertura di Paolo Angelini - Vice Direttore Generale della Banca d'Italia al convegno *“La cooperazione pubblico-privato per la resilienza cyber del settore finanziario italiano - Le opportunità per gli operatori e il ruolo del CERTFin”*, Roma, 4 luglio 2024, in cui si riporta come le segnalazioni inviate alla Banca d'Italia dalle banche e dai prestatori di servizi di pagamento confermano *“la forte accelerazione del numero di incidenti cyber l'anno scorso: 30 segnalazioni di attacchi, contro 13 nel 2022. I casi più frequenti hanno riguardato la disponibilità di servizi offerti alla clientela (cosiddetti attacchi Denial Of Service), talvolta attuati da soggetti che appaiono riconducibili a governi di paesi Extraeuropei”*.

12. La frequenza e l'incidenza di possibili incidenti costituiscono un rischio per il corretto funzionamento delle reti e dei sistemi informativi. Tali sistemi possono inoltre diventare un obiettivo per azioni intenzionalmente tese a danneggiare o interrompere la continuità del funzionamento degli stessi secondo logiche anti-competitive e distorsive.

Team di risposta agli incidenti di sicurezza informatica – artt. 10/12) è accompagnata da misure di cooperazione (nazionale - art. 13 -, europea - artt. 14-16 - e internazionale - art. 17 -), per la gestione dei rischi (artt. 20-25), lo scambio delle informazioni (artt. 29-30), l'attività di vigilanza (artt. 31-35).

La NIS2 introduce inoltre un regime sanzionatorio per la non conformità che può arrivare a €10.000.000 o almeno il 2% del fatturato mondiale totale annuo nell'anno fiscale precedente della società a cui appartiene il soggetto essenziale (a seconda di quale importo sia superiore - Direttiva UE, 2555/2022, art. 34, par. IV) e fino a €7.000.000 o almeno l'1,4% del fatturato mondiale totale annuo nell'anno fiscale precedente della società a cui appartiene l'entità importante per i soggetti importanti (a seconda di quale importo sia superiore - Direttiva UE, 2555/2022, art. 34, par. V).

3. La resilienza operativa digitale per il settore finanziario

Il regolamento UE DORA, applicabile a partire dal 17 gennaio 2025, armonizza le regole di *governance* e di gestione del rischio ICT per le istituzioni finanziarie (definizione che ricomprende non solo gli enti creditizi ma anche le imprese di assicurazione e di riassicurazione, istituti di pagamento e moneta elettronica, imprese di investimento, gestori di fondi alternativi e molti altri operatori del nostro sistema finanziario), sino a oggi frammentate in vari corpi normativi, adottati principalmente dalle Autorità Europee di Vigilanza (EBA, ESMA ed EIOPA); definisce i criteri per l'individuazione dei fornitori terzi 'critici' di servizi ICT prendendo in considerazione le funzioni essenziali o importanti svolte in favore delle entità finanziarie e individua nel contratto (e negli obblighi previsti a livello normativo) e nell'attività di sorveglianza (sull'attività dei fornitori terzi "critici") i due strumenti con cui bilanciare i molteplici interessi in rapporto e riequilibrare la dipendenza del settore finanziario da quello tecnologico, soprattutto ove il

fornitore terzo critico sia stabilito in un paese terzo.

La definizione delle clausole contrattuali, quale conseguenza dell'analisi dei rischi (e in particolare quello di concentrazione - Regolamento UE 2554/2022, art. 29) e volte a garantire la solidità e continuità dei servizi finanziari, comporta vincoli all'autonomia contrattuale delle parti (Regolamento UE 2554/2022, art. 30, par. III) che arrivano a definire anche un obbligo (per il fornitore terzo) di garantire un periodo di transizione nell'ambito della strategia di uscita dal rapporto contrattuale (Regolamento UE 2554/2022, art. 30, par. II e III).

L'attività di sorveglianza interviene a supporto dell'analisi e gestione rischi (in chiave di prevenzione e mitigazione degli eventi) e dell'attività contrattuale con terzi fornitori di servizi ICT (quale strumento istituzionale di garanzia da asimmetrie informative e a tutela del risparmio).

Mentre la sorveglianza interna garantisce un livello di autonomia minimo (anche di carattere tecnico) dell'operatore finanziario, rispetto ai fornitori ICT (Regolamento UE 2554/2022, art. 6, IV), la sorveglianza esterna rende i fornitori di servizi ICT, soggetti alla vigilanza di Autorità che svolgono il proprio ruolo nell'ambito finanziario, bancario e assicurativo. Tale attività assume un ruolo particolarmente incisivo in relazione ai fornitori terzi "critici" (Regolamento UE 2554/2022, artt. 31-44), con i quali le Autorità Europee di Vigilanza (e quella individuata come capofila), istituiscono un rapporto diretto.¹⁷

La previsione di sanzioni quantificate sul fatturato globale (Regolamento UE 2554/2022, art. 35, c. VIII), e sanzioni reputazionali (Regolamento UE 2554/2022, art. 50, c. IV, lett. e) completa un quadro giuridico in cui l'attività di analisi e gestione del rischio è imputata all'organo di governo dell'operatore finanziario che è chiamato ad approvare il "*quadro per la gestione dei rischi informatici*" (Regolamento UE 2554/2022, art. 5, c. II).

4. La definizione di un contesto complesso

13. United Nations, *Convention against cybercrime Strengthening international cooperation for combating certain crimes committed by means of information and communications technology systems and for the sharing of evidence in electronic form of serious crimes*, agosto 2024.

14. Direttiva (UE) 2016/1148, attuata nell'ordinamento italiano con il d.lgs. 18 maggio 2018, n.65

15. d.l. 14 giugno 2021, n. 82, *Disposizioni urgenti in materia di cybersicurezza, definizione dell'architettura nazionale di cybersicurezza e istituzione dell'Agenzia per la cybersicurezza nazionale*, art. 1, c. I, lett. a), conv. con l. 4 agosto 2021, n. 10.

Il quadro giuridico a livello europeo risulta quindi particolarmente complesso in cui le previsioni in materia di sicurezza economica europea si intrecciano con quelle in materia di cybersicurezza. Tale rapporto risulta particolarmente evidente nel settore finanziario ove si impongono agli operatori finanziari vincoli volti a prevenire rischi conseguenti l'utilizzo di strumenti ICT in un contesto in cui molte attività sono esternalizzate a fornitori terzi che in molti settori di riferimento risultano stabiliti all'estero (da cui discende l'ulteriore obbligo per i fornitori terzi di assicurare una presenza commerciale nell'UE mediante l'istituzione di un'impresa figlia entro 12 mesi dalla sua designazione come "critico" - Regolamento UE 2554/2022, art. 31, par. XII e XIII).

Gli adempimenti richiesti paiono poter comportare criticità capaci di generare una riduzione dell'interesse (per i prestatori internazionali di servizi ICT, soprattutto nei settori caratterizzati da un numero limitato di alternative commerciali o in cui sono assenti infrastrutture europee) di instaurare rapporti contrattuali con operatori finanziari europei (riducendo il novero di possibili fornitori di servizi ICT e aumentando i rischi di concentrazione).

Per gli operatori finanziari adempimenti tra loro correlati nel fine, ma relativi a discipline differenti, incidono sull'efficienza dell'attività finanziaria, senza necessariamente risultare idonea ad evitare un possibile rischio.

Ecco come appare evidente la necessità di operare una razionalizzazione degli adempimenti richiesti agli operatori finanziari ed un coordinamento tra differenti discipline e le differenti attività di vigilanza di settore, al fine di garantire una maggiore efficacia della sicurezza economica europea e l'efficienza del settore finanziario.

16. L'attuazione nell'ordinamento giuridico italiano è avvenuto con: d.lgs. 4 settembre 2024, n.138.

17. Si v.: l'art. 31, par V, in cui si prevede la notifica diretta al fornitore terzo della sua qualificazione come «critico» (il quale a sua volta deve informare l'operatore finanziario a cui presta servizi ICT); l'art. 31, par. XIII, in cui il fornitore terzo critico è chiamato a notificare direttamente all'autorità di sorveglianza capofila gli eventuali cambiamenti sulla struttura gestionale dell'impresa figlia istituita nell'UE; art. 33, par. I, in relazione ai compiti dell'autorità di sorveglianza capofila, si individua quest'ultima quale «principale punto di contatto per i fornitori terzi critici di servizi ICT»; art. 35, in relazione all'esercizio diretto dei poteri dell'autorità di sorveglianza capofila sul fornitore terzo critico.

Le prospettive dell'intelligenza artificiale nel mercato finanziario e per le autorità di vigilanza

di Maria Antonietta Scopelliti

È inevitabile oggi affrontare il tema dell'Intelligenza Artificiale (*Artificial Intelligence* - AI). In questi ultimi anni se ne sono occupati e se ne stanno occupando i Governi, le entità sovranazionali, le istituzioni e le imprese, elaborando strategie finalizzate a promuovere l'innovazione e allo stesso tempo a garantire la protezione dei diritti fondamentali messi in pericolo da un uso incontrollato degli algoritmi.

L'Intelligenza Artificiale sta diventando protagonista anche nei mercati finanziari: molti operatori sono convinti che potrà cambiare il modo di lavorare e aumentare la produttività.

Un primo impatto importante lo ha certamente avuto nello stesso ambito tecnologico: è noto infatti che i programmatori, grazie all'utilizzo di applicazioni AI, riescono a creare software mediamente in metà tempo. Se si considera il passato recente da un punto di vista informatico, l'introduzione dei personal computer ha aumentato la produttività del 18% tra il 1986 e il 2000; successivamente dalla diffusione di Internet è venuto un contributo ancora superiore. Non è affatto irrealistico immaginarsi un'analogia spinta dall'Intelligenza Artificiale. La lista dei possibili benefici (e rischi) potrebbe continuare a lungo.

1. Ma che cosa è l'AI? Per rispondere a questa domanda occorre ripercorrere il cammino che ha consentito di rendere intelligenti le macchine.

Partiamo, innanzitutto, dal concetto di intelligenza quando si parla di macchine. In tal caso, non si fa riferimento ad un concetto complesso come quello riferito all'intelligenza degli esseri umani, ma – prendendo in prestito la definizione usata dal Prof. Cristianini dell'Università di Bath – ad un più circoscritto aspetto dell'intelligenza, che riguarda la capacità “*di comportarsi in modo efficace in situazioni nuove*”.

Questa capacità non è prerogativa del cervello e infatti la si può riscontrare anche in esseri viventi semplici come piante o insetti. Oltre a non aver bisogno e non essere dotati di cervello, i sistemi di intelligenza artificiale non hanno e non svilupperanno mai una coscienza o linguaggi sofisticati come quelli umani. Anche se oggi si parla molto della nuova frontiera dell'AGI (*Artificial General Intelligence*), che vor-

rebbe replicare le abilità cognitive degli esseri umani, il tema è molto controverso persino tra gli esperti. Di conseguenza, vorrei limitare

le mie riflessioni all'AI che trova già applicazione in numerosi settori e che, per alcuni aspetti, è già in una fase avanzata di sviluppo.

In generale, possiamo immaginare quattro fasi di che rendono una nuova tecnologia consolidata e operativa: la creazione dell'infrastruttura con ingenti investimenti, l'affermazione dei principali attori con rapide crescite dei fatturati, la diffusione capillare e, infine, la distribuzione dei benefici all'economia nel suo complesso.

Oggi siamo tra la prima e la seconda fase: vengono fatti enormi investimenti per creare l'infrastruttura e si cominciano a delineare alcuni protagonisti. I capitali richiesti per affermarsi in questo segmento rappresentano delle barriere all'ingresso, a vantaggio di pochissimi tecnologici. Per raggiungere le altre due fasi, occorre costruire un processo di transizione digitale che consenta, tenendo conto dei rischi, un adeguamento capillare delle diverse organizzazioni all'evoluzione tecnologica.

E allora, prima di tutto occorre comprendere che le applicazioni di AI attualmente in uso sono il frutto di una scorciatoia, perché raggiungono l'obiettivo in una determinata situazione senza l'impostazione di regole di condotta esplicite. Questo nuovo paradigma, che si basa sull'apprendimento automatico delle macchine, sfrutta relazioni statistiche per individuare i comportamenti umani da imitare e replicare. La nuova scienza delle macchine intelligenti parla quindi il linguaggio della probabilità e dell'ottimizzazione matematica e rinuncia alla logica del ragionamento tradizionale.

L'innovazione di metodo consiste nel far analizzare alla macchina enormi campioni di comportamento umano per elaborare previsioni anche in campi in cui non esiste un modello teorico da applicare. In questo contesto, le previsioni di comportamento saranno corrette? Probabilmente sì, ma non è possibile averne certezza a priori. Questa nuova impostazione algoritmica risolve moltissimi problemi pratici per ottenere

risultati efficaci, ma ha bisogno di ingenti quantità di dati per addestrare le macchine.

Che cosa significa grande quantità di dati? I modelli statistici del tipo GPT (trasformatori generativi pre-addestrati), ad esempio, hanno bisogno per l'addestramento di oltre un miliardo di parole. Ma rimane il problema che un conto è predire la parola che ne segue un'altra in una frase, un altro è far comprendere alla macchina il significato delle parole.

2. La tecnologia pone sempre problemi complessi a chi elabora o amministra le norme: finché è stato possibile, le norme hanno voluto e potuto essere tecnologicamente neutrali. La stessa Commissione Europea, nella proposta di Regolamento sull'AI, ammette che la definizione di sistema di AI mira ad essere il più possibile neutrale dal punto di vista tecnologico, con ciò arrendendosi alla difficoltà di osservare il principio in termini assoluti. Anche molti giuristi si domandano se la neutralità tecnologica sia ancora perseguibile di fronte a strumenti tecnologici che "scompigliano" alcuni principi cardine del diritto, ad esempio in materia contrattuale (*smart contract*) o di responsabilità (chi è responsabile dei danni causati dall'applicazione di un algoritmo?)

Agli albori, la logica degli algoritmi era lineare e dava sempre risposte coerenti con i dati immessi e gli input impostati. Oggi, i sistemi, sulla base della programmazione iniziale, sono capaci - grazie all'esperienza - di evolversi e magari correggere alcune impostazioni iniziali (*machine learning*). L'algoritmo di *machine learning* può inoltre analizzare dati già perfettamente catalogati o strutturati dall'essere umano (*supervised*) oppure può essere chiamato a trovare nuove correlazioni e quindi a introdurre nuovi cataloghi di dati e informazioni (*unsupervised*). In sostanza, se prima si alimentavano i sistemi con dati e regole per elaborarli, per ottenere risposte conseguenti, oggi si immettono nel sistema dati e risposte desiderate per ottenere le regole di elaborazione.

3. Di fronte a queste evoluzioni, gli interventi delle autorità pubbliche non possono che avere natura sperimentale ed essere manovre di accerchiamento con incursioni contemporanee su più fronti. L'OCSE è stata tra i primi ad introdurre criteri distinti per l'AI di laboratorio, cioè per il momento della costruzione e dello sviluppo del modello, che dipende moltissimo dalla qualità dei dati utilizzati, dai test di funziona-

mento e dagli obiettivi ipotizzati. Anche la dimensione dei modelli conta, perché la complessità che ne può derivare incide sulla spiegabilità e sulle altre caratteristiche-chiave, come la robustezza e la tutela dei diritti personali. Per esempio, i sistemi complessi a reti neurali, considerati molto accurati dagli scienziati, possono risultare più difficilmente spiegabili di altri. L'altra circostanza ormai acquisita, e confermata dall'OCSE, è che tra gli attori-chiave della nuova dimensione tecnologica rientrano con certezza anche gli sviluppatori dei modelli, ponendosi nuovi problemi di governance e di articolazione delle responsabilità in caso di danni a terzi.

4. Il Regolamento UE sull'Intelligenza Artificiale approvato dal Parlamento Europeo lo scorso 13 marzo, ha l'obiettivo di proteggere i diritti fondamentali, la democrazia, lo Stato di diritto e la sostenibilità ambientale dai sistemi di AI ad alto rischio, promuovendo nel contempo l'innovazione e assicurando all'Europa un ruolo guida nel settore.

Il testo del regolamento ha utilizzato un approccio *risk-based* centrato sulla tutela dei diritti della persona. L'UE, come per la protezione dei dati (GDPR), si è quindi distinta radicalmente dal modello liberale anglosassone e da quello interventista cinese, tentando di percorrere una terza via, pur raccogliendo dall'industria commenti non sempre favorevoli.

Cruciali all'interno del Regolamento sono: la definizione di "sistema di AI", ovvero "*un sistema automatizzato progettato per funzionare con livelli di autonomia variabili e che può presentare adattabilità dopo la diffusione e che, per obiettivi espliciti o impliciti, deduce dall'input che riceve come generare output quali previsioni, contenuti, raccomandazioni o decisioni che possono influenzare ambienti fisici o virtuali*", e la definizione di "rischio", ovvero "*la combinazione della probabilità del verificarsi di un danno e la gravità del danno stesso*".

L'opzione normativa prescelta è stata quella di vietare sistemi dal rischio inaccettabile, quelli ad esempio che eseguono identificazioni biometriche per riconoscere età, etnia, razza o disabilità ovvero che cercano di rilevare lo stato emotivo delle persone; normare i sistemi ad alto rischio, quali ad esempio i rischi significativi per la salute e la sicurezza o per i diritti fondamentali delle persone, e dare possibilità a tutti i fornitori di sistemi non ad alto rischio di aderire ad un codice di condotta. I principi alla base dei codici di

condotta sono:

- intervento e sorveglianza umana;
- robustezza tecnica e sicurezza;
- trasparenza (tracciabilità e spiegabilità);
- non discriminazione ed equità;
- benessere sociale ed ambientale;
- responsabilità.

I requisiti per i sistemi ad alto rischio riguardano la qualità dei dati, la documentazione, la tracciabilità, la trasparenza, la sorveglianza umana, nonché la robustezza e la precisione. Anche gli attori sono definiti e comprendono fornitori e utenti, operatori privati e pubblici.

A norma di Regolamento sarà creata una banca dati UE per registrare i sistemi di AI immessi sul mercato comunitario e, sulla base del considerando 138, gli Stati Membri dovranno istituire almeno uno spazio di sperimentazione normativa a livello nazionale per favorire l'innovazione.

5. Tra le misure per sostenere l'innovazione, l'UE ha recentemente avviato un Centro Europeo sulla trasparenza degli algoritmi (ECAT con sede a Siviglia), che dovrà supportare la Commissione Europea nella vigilanza sui sistemi algoritmici utilizzati dalle grandi piattaforme online e dai motori di ricerca, dando attuazione agli obblighi di gestione dei rischi previsti dal Digital Services Act appena entrato in vigore. Il Centro si occupa in particolare di effettuare analisi tecniche e valutazioni degli algoritmi. Una squadra interdisciplinare composta da esperti di dati, intelligenza artificiale, scienze sociali e diritto combineranno le rispettive competenze per valutare il funzionamento degli algoritmi e proporre le migliori pratiche per attenuarne l'impatto. I ricercatori dell'ECAT non si concentreranno solo sull'individuazione e sulla gestione dei rischi sistemici derivanti dalle piattaforme online di dimensioni molto grandi e dai motori di ricerca online di dimensioni molto grandi, ma esamineranno anche l'impatto sociale a lungo termine degli algoritmi.

L'approccio sperimentale si conferma quindi nell'ambito delle applicazioni di AI e della loro verifica come un elemento fondamentale, prescritto anche normativamente per sostenere il successo dell'innovazione e al contempo intervenire sui rischi indesiderati. In più le sperimentazioni creano delle contaminazioni dei saperi, facendo nascere nuove figure organizzative. Il mondo dell'AI ha infatti bisogno di "interpreti"

delle applicazioni che siano in grado di connettere gli scienziati dei dati e gli esperti dei singoli settori di attività e quindi di spiegare il funzionamento dei modelli.

6. Che impatto ha l'Intelligenza Artificiale sui mercati finanziari? Il Regolamento europeo si applica anche in ambito finanziario, ma non è ancora del tutto chiaro come declinare concretamente l'approccio *risk-based* in tale contesto. In altre parole, l'utilizzo di applicazioni di Intelligenza Artificiale, ad esempio, in ambito di trading, di gestione di portafoglio, di analisi delle notizie finanziarie per orientare gli investimenti e per fornire consulenza ai clienti potrebbe ricadere nel novero dei sistemi di AI ad alto rischio e ciò si tradurrebbe nella necessità da parte degli ideatori e sviluppatori di dette applicazioni di rispettare preventivamente una serie di standard di conformità, pena l'insorgere a loro carico di una responsabilità quanto meno di natura amministrativa.

L'utilizzo di tecnologie di Intelligenza Artificiale richiede molta attenzione anche rispetto alla normativa specifica di settore. L'ESMA ha recentemente pubblicato (30 maggio 2024) un *public statement* contenente le aspettative dell'Autorità sui comportamenti delle imprese di investimento che utilizzano le tecnologie AI quando forniscono servizi di investimento ai clienti al dettaglio, in ambito MIFID II.

In particolare, ESMA si aspetta che le imprese di investimento continuino a rispettare i requisiti della II, per quanto riguarda, tra l'altro, gli aspetti organizzativi, la condotta aziendale, l'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente.

Sebbene le tecnologie di intelligenza artificiale offrano benefici alle imprese e ai clienti, sono significative le sfide che pongono in termini di rischio. La qualità dei dati è una di queste. Gli algoritmi di AI sono efficaci quando i dati su cui sono addestrati sono di elevata qualità. Dati inaccurati, incompleti o non aggiornati possono portare a previsioni errate e decisioni sbagliate.

Altra sfida è certamente la trasparenza. Alcuni modelli di AI, come ad esempio, le reti neurali profonde, sono estremamente complessi ed è veramente difficile comprendere come arrivino a determinate conclusioni. Questa mancanza di trasparenza può essere problematica, specialmente in ambito finanziario, dove la comprensione e la giustificazione delle decisioni sono di fondamentale importanza ai fini della responsabili-

tà e della verificabilità dei comportamenti.

Ultimo e rilevante aspetto critico è la sicurezza. L'implementazione di sistemi di AI richiede robusti protocolli di sicurezza per proteggere i dati sensibili. Le minacce informatiche sono in costante evoluzione, e i sistemi di AI possono essere un bersaglio per attacchi sofisticati. La protezione dei dati finanziari è fondamentale non solo per la privacy e la conformità alle normative, ma anche per mantenere la fiducia degli investitori e la stabilità del mercato.

Sono ancora numerosi gli ambiti di applicazione di Intelligenza Artificiale che coinvolgono la regolamentazione finanziaria e certamente le Autorità continueranno ad intervenire per raccomandare agli operatori i necessari livelli di attenzione che ne garantiscono il rispetto.

Di recente anche la IOSCO (12 aprile 2024) ha aggiornato il proprio piano operativo (Work Program 2023/24) per inserire tra le nuove tematiche uno specifico focus sull'AI che, partendo dal Report pubblicato dalla stessa IOSCO nel 2021 riferito all'uso dell'AI da parte degli intermediari finanziari e degli asset managers, intende sviluppare e allargare il confronto tra le diverse autorità membre sulle sfide e sui rischi emergenti dall'uso di applicazioni di AI in ambito *market integrity, investor protection and financial stability*, in modo da supportare le stesse autorità negli eventuali interventi di policy.

Le Autorità finanziarie, oltre a occuparsi di AI per fini di regolamentazione e vigilanza, sono coinvolte per la loro stessa attività nell'applicazione di sistemi di Intelligenza Artificiale. Con una visione di laboratorio dinamico, la CONSOB nel suo Piano Strategico ha definito e avviato le prime sperimentazioni, individuando nella vigilanza sulle negoziazioni e nella vigilanza sui documenti informativi dei prodotti complessi le aree più adatte per iniziare la sperimentazione. Anche l'ESMA ha in corso progetti in tal senso con il supporto della DG Reform Europea e alcune autorità extraeuropee, come l'ASICS australiana e l'OSC messicana, stanno sviluppando prototipi di vigilanza che utilizzano sistemi AI.

L'Intelligenza Artificiale sta indubbiamente trasformando l'analisi dei dati finanziari, offrendo strumenti avanzati che migliorano la precisione e l'efficienza operativa. I benefici potenziali sono enormi e, con il continuo progresso delle tecnologie di *machine learning* e l'aumento della disponibilità di dati di alta qualità, l'AI è destinata a diventare una componente

sempre più cruciale anche nella strategia delle Autorità. Occorre evidenziare però almeno tre aspetti critici: la possibilità di disporre di risorse finanziarie e umane adeguate all'interno delle organizzazioni, il loro costo di approvvigionamento e la resistenza al cambiamento. Si tratta di ostacoli che vanno superati con l'avvio di un vero proprio processo di transizione digitale e che richiedono forti doti di creatività e leadership.

Cenni sui profili strutturali del c.d. Patrimonio Rilancio di Cassa Depositi e Prestiti s.p.a.

di Luca Venero (Università di Torino)

1. Il Patrimonio Rilancio: genesi e istituzione

L'intervento pubblico e para-pubblico nell'economia rappresenta un fenomeno sempre più attuale nel contesto italiano, che – dall'epoca delle privatizzazioni degli anni '90 ad oggi – ha visto una riduzione delle partecipazioni statali, ma parallelamente anche un incremento di strumenti a sostegno alle imprese, immessi nel sistema economico interno tramite entità che, ora sempre più spesso tramite l'utilizzo di forme privatistiche, sono controllate direttamente dai poteri pubblici. Un esempio su tutti di tale circostanza è il c.d. Patrimonio Rilancio, creato in seno alla Cassa Depositi e Prestiti s.p.a. (C.D.P.) nell'ambito dell'introduzione di misure di sostegno economico per fronteggiare le difficoltà legate all'emergenza pandemica.

Infatti, l'art. 27 del d.l. 19 maggio 2020, n. 34, c.d. Decreto Rilancio, convertito con modificazioni dalla l. 17 luglio 2020, n. 77, ha previsto la creazione di un Patrimonio Destinato, il già richiamato "Patrimonio Rilancio", cui sono stati apportati beni e rapporti giuridici dal Ministero dell'economia e delle finanze. A fronte di tali apporti, sono stati emessi da C.D.P. s.p.a., a valere sul predetto patrimonio destinato e in favore del Ministero, strumenti finanziari di partecipazione la cui remunerazione è condizionata all'andamento economico del medesimo patrimonio.

L'istituzione di tale patrimonio ha il pregio di porsi nel solco di un'intensa attività di supporto (para) statale alle imprese, tesa a garantire a queste ultime un fattivo sostegno in un momento in cui, vuoi per le incertezze globali, vuoi per un rallentamento delle attività produttive e del commercio legati alle restrizioni intervenute a seguito della crisi pandemica, gli scenari connessi alla sostenibilità finanziaria del tessuto imprenditoriale italiano erano senz'altro negativi.

La strategia si è presentata, sin dalla sua realizzazione, come base di intervento avente ad oggetto «società per azioni, anche con azioni quotate in mercati regolamentati, comprese quelle

costituite in forma cooperativa», con sede legale in Italia, non operanti nei settori bancario, finanziario o assicurativo e con un fatturato annuo superiore a cinquanta milioni di euro ovvero, nell'ambito delle operazioni sul mercato primario, un risultato operativo positivo in due dei tre anni precedenti la data di richiesta di intervento. Inoltre, in virtù della funzione del Patrimonio Rilancio, era stato originariamente previsto che l'operatività dello stesso si svolgesse necessariamente nelle forme e alle condizioni previste dal *Temporary Framework* dell'Unione Europea sugli aiuti di Stato adottato per fronteggiare l'emergenza epidemiologica (art. 27, comma 4, d.l. 34/2020), oppure a condizioni di mercato. Da segnalare, tuttavia, è la circostanza che il vincolo inserito al comma 4 dell'art. 27 non risulta più attuale: le operazioni rientranti nel campo di applicazione di tali prescrizioni, infatti, erano soggette al termine di cui al 30 giugno 2022. Gli investimenti condotti da C.D.P. tramite il Patrimonio Rilancio possono soltanto essere eseguiti "a condizioni di mercato", risultando quest'ultima prescrizione l'unica ancora in vigore.

2. Il funzionamento del Patrimonio Rilancio: il D.M. 3 febbraio 2021, n. 26

La normativa è ulteriormente arricchita, ai sensi del già richiamato art. 27, dal D.M. 26/2021, intervenuto a disciplinare i requisiti di ordine generale in merito agli interventi tramite il Patrimonio Rilancio.

Il testo regolamentare individua i soggetti e le operazioni coinvolti dalla normativa.

In particolare, le risorse risultano (in qualche modo) vincolate alla sottoscrizione di aumenti di capitale, di prestiti obbligazionari nel mercato primario o, ancora, all'acquisto di azioni quotate sul mercato secondario nel caso di operazioni strategiche (art. 27, comma 5), definite con maggior dettaglio all'art. 22 del D.M. 26/2021.

La regolamentazione pone l'azione di C.D.P. in una strategia di «*private equity* di Stato¹»: gli

investimenti sottoscritti, infatti, devono essere condotti secondo criteri specifici; in particolare, questi ultimi possono essere realizzati a condizione che (i) la Cassa Depositi e Prestiti giunga a detenere una partecipazione di maggioranza nelle compagini societarie e, correlativamente, (ii) all'investimento effettuato tramite il Patrimonio Rilancio si accompagni un contestuale investimento di un soggetto privato che raggiunga almeno una quota pari al trenta per cento del valore dell'investimento globale nell'impresa (ex art. 17, D.M. 26/2021).

In altri termini, la disciplina è ispirata ad un modello di finanziamento che (a) assicuri un sostegno partecipato dal pubblico e dal settore privato, nonché (b) garantisca che al patrimonio pubblico sia assegnata una partecipazione minoritaria. Parallelamente, e in coerenza con quanto esposto sinora, si prevede che con l'eventuale investimento negli emittenti quotati non si configuri una circostanza che renda obbligatorio l'avvio di un'offerta pubblica di acquisto.

Il quadro di disciplina secondaria precisa ulteriori vincoli cui sono legate le operazioni rientranti nell'ambito di operatività del Patrimonio Rilancio, specificando – alle disposizioni di cui agli artt. 16-24, nel contesto degli investimenti condotti “a condizioni di mercato” – ulteriori principi che condizionano l'accesso alle misure ivi previste: innanzitutto, l'impresa deve presentare di due degli ultimi tre bilanci di esercizio, in utile, approvati e certificati da un revisore legale; oltre a tale condizione “positiva”, gli stessi soggetti non possono (i) trovarsi in una “situazione di difficoltà” ai sensi dell'art. 2, n. 18, del Regolamento (UE) n. 651/2014 della Commissione europea, del 17 giugno 2014, (ii) essere qualificati come società a partecipazione pubblica ai sensi del Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, ad eccezione delle «società in cui la partecipazione pubblica è inferiore al dieci per cento del capitale sociale e delle società quotate», nonché (iii) essere oggetto, alle date di richiesta e di erogazione dell'intervento, di segnalazioni di «sofferenze a sistema» presso la Centrale Rischi istituita in seno alla Banca d'Italia né (iv)

presentare un rapporto tra «totale sconfinamenti per cassa» e «totale accordato operativo per cassa» superiore al venti per cento.

A tali elementi si affiancano ulteriori aspetti: la disciplina delle operazioni sul mercato primario con riguardo ai tipo, alle dimensioni e le condizioni degli interventi (artt. 17-19); le modalità di *exit* dall'investimento (art. 20); specifiche regole concernenti la conclusione di contratti che disciplinano l'investimento (art. 21) e la regolazione di «altre operazioni», da effettuarsi tramite canale diretto (art. 22) o indiretto (art. 23), oppure relative alla ristrutturazione dell'impresa (art. 24).

3. La Legge Capitali e il “nuovo” Patrimonio Rilancio

La c.d. Legge Capitali (L. 5 marzo 2024, n. 21) recante, tra l'altro, disposizioni in materia di interventi a sostegno della competitività dei capitali, ha modificato alcuni dei requisiti richiesti per l'accesso alle misure di supporto economico-finanziario fornite dalla Cassa Depositi e Prestiti, attraverso la dotazione patrimoniale del Patrimonio Rilancio, alle imprese.

La Legge Capitali, infatti, all'art. 26, ha inteso potenziare le condizioni di operatività del Patrimonio Rilancio, tramite due estensioni, una di tipo soggettivo, una di tipo oggettivo.

Con riferimento al primo degli elementi menzionati, relativo all'ampliamento soggettivo, si deve preliminarmente notare che tale scelta legislativa è stata preceduta da interventi pregressi – si pensi al decreto legge 21 ottobre 2021, n. 146, convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2021, n. 215 – che già avevano determinato un collegato ampliato.

A partire dall'entrata in vigore della legge ora richiamata, le società «risultanti da fusioni o scissioni» possono soddisfare i requisiti per usufruire di investimenti, anche sulla base di uno o più bilanci *pro forma*, che abbiano ricevuto la relativa certificazione da un revisore contabile.

Risulta utile rammentare che tali interventi potranno essere condotti nella forma di operazioni sul mercato primario, fissati dall'art. 27, comma 4-*quater* del d.l. n. 34/2020 (ormai l'unica rima-

1. A. Sacco Ginevri, *Il private equity di Stato: il caso del Patrimonio Rilancio*, in AGE, 2021, 93 ss.

sta. Sul punto v. il precedente §1).

L'ulteriore aspetto, concernente l'ampliamento oggettivo, fissa un principio parzialmente diverso rispetto a quello vigente in un'epoca precedente alla riforma di cui alla Legge Capitali.

Prima della novella, in presenza di indagini preliminari o in pendenza di procedimenti di primo grado riguardanti la relativa responsabilità ai sensi del d.lgs. 8 giugno 2001, n. 231, le società, pur integrando i requisiti soggettivi fissati dalla normativa, non potevano presentare domanda di accesso alle misure di sostegno (art. 3, comma 1, lett. h, D.M. n. 26/2021).

Il comma 4-*quinquies* all'art. 27 del d.l. n. 34/2020, di nuova introduzione, dispone che la disposizione appena citata si applichi soltanto alle società nei cui confronti è stata pronunciata sentenza di condanna o di applicazione della sanzione ai sensi dell'articolo 63 del d.lgs. n. 231/2001, anche non passata in giudicato.

Di qui l'ambito di applicazione del richiamato art. 3 è stato di molto ridimensionato e, correlativamente, è stato esteso l'ambito di funzionamento del Patrimonio Rilancio.

Giungendo alla conclusione di queste sintetiche riflessioni, preme osservare che modifiche di cui si è dato conto hanno il pregio di favorire l'accesso alle misure del Patrimonio Rilancio, in coerenza con l'obiettivo di supportare economicamente le imprese che si attraversino una situazione di difficoltà.



Giurisprudenza

a cura di Iunio Giraudo (Università degli Studi di Genova)



01.

C. App. Milano, sez. I, sent. 5 agosto 2024, n. 2278

“In materia di strumenti derivati, la mancata comunicazione degli scenari probabilistici non comporta invalidità del contratto nel caso di un’operazione plain vanilla di obiettiva semplicità, nella quale gli esiti attesi sono immediatamente verificabili (ad esempio, esaminando la tendenza dei tassi Euribor, pubblicati su siti internet facilmente accessibili)””.

02.

Arbitro per le Controversie Finanziarie, decisione 9 ottobre 2024, n. 7632

“Se gli obblighi informativi dell’intermediario si collocano in un momento antecedente alle singole operazioni di acquisto, allora essi non possono operare come causa di risoluzione ai sensi dell’art. 1453 c.c., presupponendo, questo rimedio, che l’inadempimento inerisca direttamente al rapporto contrattuale, e non a un rapporto diverso, ancorché ad esso presupposto. Simili carenze comportamentali vanno vagliate, pertanto, sotto il profilo risarcitorio””.

03.

Arbitro per le Controversie Finanziarie, decisione 31 luglio 2024, n. 7532

“In caso di prodotti MOPs (multioption), ossia quei PRIIPs che offrono una serie di opzioni di investimento sottostante, il distributore non adempie ai propri obblighi informativi se consegna al cliente tutti i KID delle opzioni selezionabili, senza informare specificamente sull’opzione prescelta o su quelle per cui il cliente è interessato””.

04.

Tribunale di Pordenone, sent. 27 agosto 2024, n. 520

“La clausola floor inserita in un contratto di mutuo non rientra tra le ipotesi di clausole vessatorie previste dall’elenco tassativo di cui all’art. 1341, comma 2, c.c. Nei rapporti con i consumatori, inoltre, se un contratto di mutuo prevede sia una clausola floor sia una clausola cap non si verifica nessun significativo squilibrio tra le parti ai sensi dell’art. 33 cod. cons.””.

05.

Cass. pen., sez. V, sent. 19 luglio 2024, n. 29649

“Si qualifica come reato di abusivismo finanziario, di cui all’art. 166 TUF, anche la condotta di chi propone alla clientela investimenti inesistenti o in cripto-valute. Da una parte, non rileva l’effettivo impiego di quanto versato dal cliente nello strumento finanziario prospettato dal promotore abusivo; dall’altra, la nozione di investimento di natura finanziaria comprende ogni conferimento di denaro, con un’aspettativa di profitto e legata ad un rischio””.

06.

C. App. Venezia, sez. I, sent. 9 settembre 2024, n. 1581

“In tema di derivati, va respinta la richiesta di rinvio pregiudiziale ex art. 267 TFUE per asserita incompatibilità della sentenza Ss.UU. 8770/2020 con la normativa dell’Unione europea. Infatti, non sussiste un inadempimento nell’adeguamento alla direttiva MiFID II in caso di disposizioni civilistiche su causa e oggetto dei contratti finanziari, poiché tale direttiva, non essendo self-executing, non riconosce alcun diritto nei rapporti orizzontali. Inoltre, non sono violate la libertà di stabilimento e di prestazione dei servizi (artt. 49 e 56 TFUE), poiché oggetto di causa sono obblighi imposti all’intermediario per contenere la rischiosità del contratto entro un’alea razionale””.

07.

Cass. civ., sez. II, ord. 5 settembre 2024, n. 23866

“Rispetto al reato di usura previsto dall’art. 644 c.p., le Istruzioni di Banca d’Italia sono norme secondarie, che devono pertanto conformarsi alle norme primarie di riferimento. Di conseguenza, le Istruzioni non sono vincolanti se si sovrappongono al dettato onnicomprensivo dell’art. 644 c.p., non potendone intaccare la ben precisa portata precettiva””.

08.

Cass. civ., sez. I, ord. 4 settembre 2024, n. 23683

“La verifica della riconducibilità delle operazioni alla volontà del cliente rientra nella responsabilità della banca, salvo eventi non rientranti nello sforzo diligente richiesto a quest’ultima, come nel caso di colpa grave dell’utente. Trattandosi di responsabilità di tipo contrattuale, il cliente è tenuto a provare la fonte del proprio diritto ed il termine di scadenza, mentre la banca ha l’onere di dimostrare il fatto estintivo dell’altrui pretesa””.

09.

Cass. civ., sez. I, ord. 8 luglio 2024, n. 18665

“L’intermediario finanziario è responsabile per i fatti illeciti commessi dal promotore quando il fatto illecito sia connesso per occasionalità necessaria all’esercizio delle mansioni. Costituisce un’eccezione il caso in cui il danneggiato tenga una condotta agevolatrice e anomala, intesa, se non come collusione, quanto meno come consapevole acquiescenza alla violazione delle regole gravanti sul promotore, tra cui quella che vieta la corresponsione a quest’ultimo di denaro in contanti da parte dell’investitore”.

10.

Cass. civ., sez. II, sent. 23 luglio 2024, n. 20398

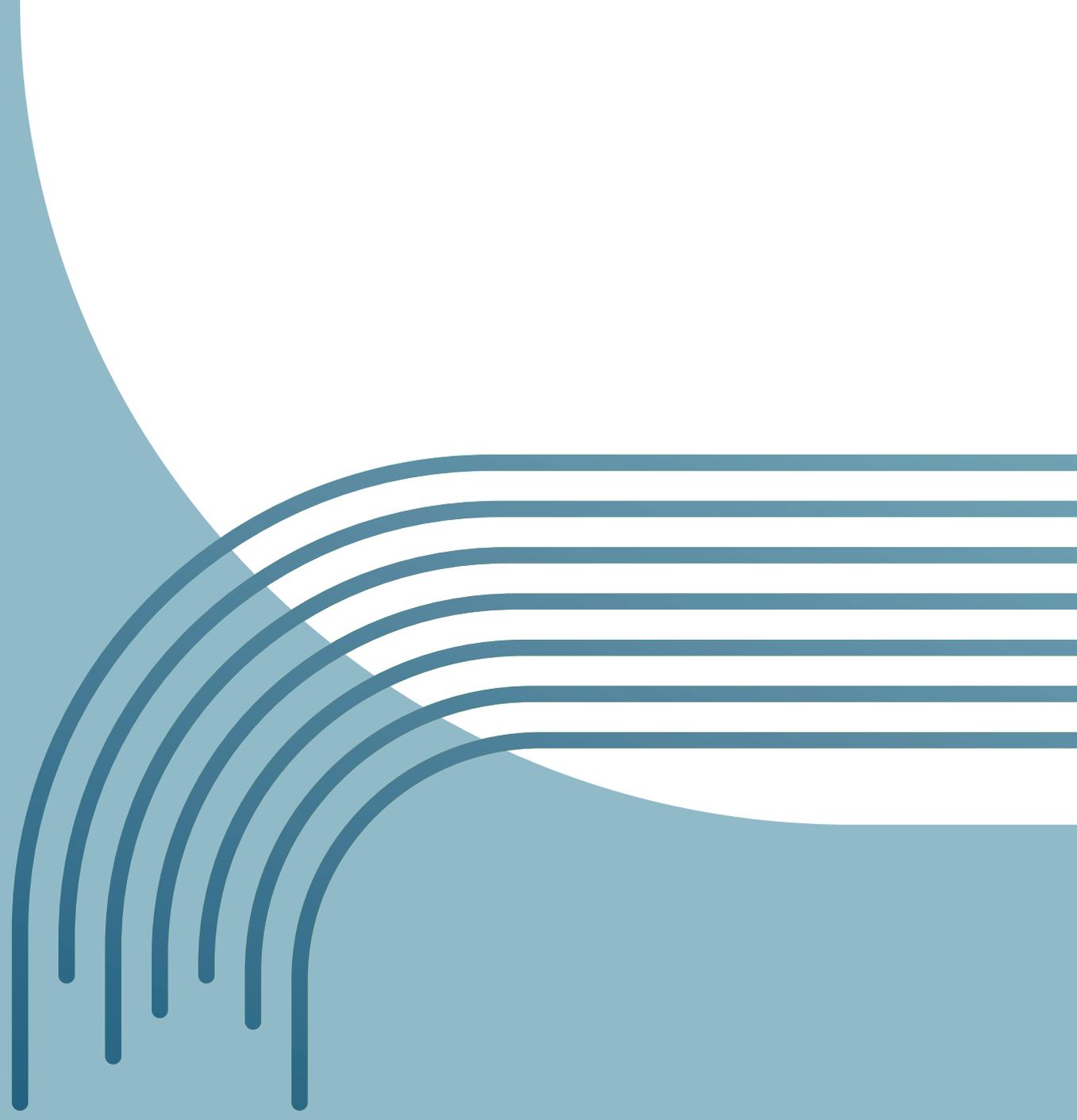
“Gli amministratori privi di delega hanno il dovere di attivarsi nel caso di un segnale di pericolo o di sintomi di patologia nelle operazioni da compiere, da intendersi come indici rilevatori, segnali perspicui e peculiari di un fatto illecito già commesso o che sta per essere commesso dagli amministratori operativi”.

Ti raccontiamo dal 1960

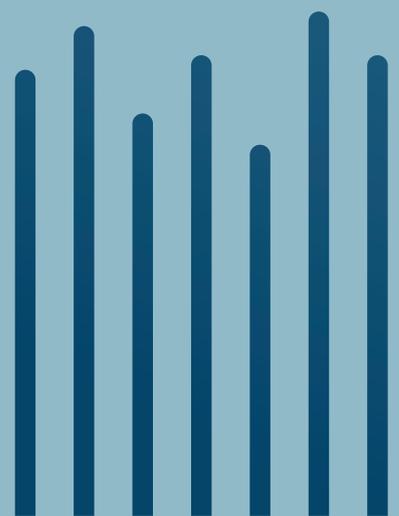
Teleborsa è il partner ideale per la comunicazione corporate.

Grazie ad un team multidisciplinare ti accompagna in tutte le fasi del racconto, dall'idea fino alla diffusione multi-canale.

Teleborsa è l'agenzia di stampa che ogni giorno fornisce un'informazione puntuale ed indipendente, sempre connessa con il mondo economico e produttivo.



Angolo fiscale



Compliance fiscale: con gli ultimi aggiornamenti si avvicina il momento della scelta¹

di Patrizio Braccioni (Annunziata&Conso)

Premessa

Negli ultimi mesi la tematica della compliance fiscale si è arricchita di ulteriori aspetti di grande interesse per i contribuenti.

Infatti, sono stati approvati e pubblicati sia un decreto legislativo sia alcuni decreti del Ministero dell'Economia e delle Finanze che hanno sensibilmente modificato i due regimi di compliance fiscale vigenti.

Facciamo riferimento al regime di adempimento collaborativo o cooperative compliance ad oggi previsto a favore di società con fatturato pari o superiore a € 750 Milioni, e al c.d. regime opzionale di cui all'art. 7-bis del D. Lgs. 221 del 2023, previsto per tutte le imprese, quindi essenzialmente quelle di minori dimensioni (ivi comprese le imprese individuali), di cui avevamo già trattato nel nostro precedente articolo pubblicato su queste colonne.

A seguito degli ultimi interventi la compliance fiscale ha assunto una configurazione del tutto nuova, che vale la pena ripercorrere al fine di metterne in evidenza le caratteristiche salienti e capirne l'effettiva rilevanza nel panorama del sistema tributario italiano nel suo complesso.

Riteniamo che l'aspetto più importante non sia la minuziosa descrizione del nuovo disposto legislativo, bensì chiarire e sottolineare quanto sia rilevante il cambio di passo culturale richiesto da queste novità in modo che la logica valutazione del rapporto costi/benefici non si riduca ad un mero raffronto numerico, che sarebbe del tutto insufficiente, ma ad un'ampia e variegata valutazione prospettica.

Sicuramente le banche e tutti gli altri intermediari finanziari vigilati, per storia e tradizione hanno già una sensibilità forte sui temi della compliance in genere, ma il discorso riguarda anche tutte le altre imprese.

Gli ultimi aggiornamenti normativi

L'obiettivo dei regimi di compliance fiscale era ed è essenzialmente quello di fornire certezza del diritto in

cambio di trasparenza, ed in effetti, almeno dalla lettura della normativa, pare difficile negare che questo obiettivo sia stato raggiunto.

Il decreto legislativo correttivo del 5 agosto 2024 n.108 ha anzitutto disposto la non applicazione delle sanzioni tributarie e neppure l'avvio di procedimenti penali per il reato di infedele dichiarazione di cui all'art.4 della normativa penal-tributaria, il D. Lgs. 10 marzo 2000 n.74, ciò a condizione che i rischi fiscali che hanno originato le violazioni fossero stati in precedenza correttamente e tempestivamente segnalati all'Agenzia delle Entrate nei modi previsti dalla legge, cioè attraverso la presentazione di interPELLI.

In proposito, sarebbe eccessivo in questa sede ricordare il dibattito che ha accompagnato la vita di questa fattispecie di reato, ancor prima dell'emanazione del decreto del 2000 e le varie formulazioni di cui è stato oggetto.

In sintesi, la dottrina più illuminata ha da sempre sottolineato che nella fattispecie normativa sarebbero potute facilmente ricadere casistiche molto lontane dall'evasione fiscale, in particolare casi in cui l'evasione era una conseguenza di errate interpretazioni da parte dei contribuenti, quindi nella totale assenza del requisito soggettivo, il c.d. "dolo di evasione", ovvero, in taluni casi, la mera divergenza di opinioni tra Fisco e contribuenti in ordine ad alcune mere valutazioni (si ricorda ad esempio la versione della norma che puniva ipotesi legate ai prezzi di trasferimento, una delle materie in assoluto più discrezionali in materia tributaria).

Se si poteva in ipotesi contare su una potenziale assoluzione, non era comunque possibile prevenire l'inoltro della notizia di reato alla Procura della Repubblica e il conseguente avvio del procedimento penale. Il danno reputazionale che da esso conseguiva e in molti casi lo "strepitus fori" causato dall'evento costituivano di per sé una perdita economica per l'impresa.

1. Articolo consegnato per la stampa alla fine di settembre 2024.

Ebbene, per chi aderisce ai regimi di compliance fiscale il problema viene risolto in misura radicale in quanto, alle condizioni già citate, è previsto che gli organi di verifica tributaria non inoltrino alcuna notizia di reato alla competente Procura della Repubblica, per cui non viene avviato alcun procedimento penale. Ovviamente questa regola non è applicabile alle condotte fraudolente o simulatorie, ma in effetti queste condotte non integrano il reato di infedele dichiarazione bensì di frode fiscale o altri reati (ad esempio il reato di sottrazione fraudolenta al pagamento delle imposte), quindi a nulla vale in queste ipotesi l'adesione alla cooperative compliance.

Anzi, la gravità della condotta può consentire all'Agenzia delle Entrate la scelta di estromettere l'impresa dal regime di compliance fiscale adottato, aspetto che aggrava ulteriormente i profili reputazionali dell'impresa.

Altro punto saliente dei provvedimenti estivi è il rafforzamento del contraddittorio.

Sicuro punto debole del regime precedente era la possibile mancata condivisione da parte dell'Agenzia delle Entrate delle interpretazioni fornite dal contribuente nell'ambito delle istanze di interpello.

In molti casi tali divergenze di opinioni mettevano in difficoltà le imprese che vi avevano fatto affidamento in buona fede, anche talora supportati da qualificati pareri professionali.

Aspetto di ancora maggiore gravità poteva essere rappresentato dall'aver adottato quelle interpretazioni in più di un esercizio, con la conseguenza evidente che un cambio di rotta potrebbe provocare il pagamento imprevisto di imposte in misura sostanziale.

“L'inappellabilità” delle risposte all'interpello non era inoltre sinonimo di trasparenza.

Il decreto correttivo viene di nuovo incontro alle esigenze del contribuente e prevede che nel caso sia prevista una risposta negativa all'interpello, nel senso che l'Agenzia delle Entrate prevede di non condividere l'interpretazione proposta dal contribuente, la stessa deve preventivamente invitare il contribuente al contraddittorio, nel corso del quale sia possibile discutere e chiarire le rispettive posizioni.

Rileviamo infine una novità a nostro parere ancora più rilevante, la pubblicazione del codice di condotta per l'Agenzia delle Entrate ed i contribuenti che aderiscono al regime di adempimento collaborativo.

Si tratta del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 29 aprile 2014, pubblicato nella

Gazzetta Ufficiale del 7 giugno scorso.

Il provvedimento è molto articolato e non ci soffermiamo sul dettaglio dei suoi contenuti.

Esso dovrà essere sottoscritto formalmente da entrambe le parti, contribuente e Agenzia delle Entrate. In merito, non possiamo non sottolineare che, contrariamente a quello che di solito avviene, cioè una normativa tributaria che prevede esclusivamente obblighi e doveri del contribuente, il codice di condotta contiene un corposo elenco di obblighi e doveri anche dell'Agenzia delle Entrate, tutti nella sostanza improntati a doveri di correttezza, trasparenza e buona fede.

Al momento, l'assenza di una prassi consolidata rende ancora poco chiari i rimedi e l'efficacia dei rimedi contro un'eventuale violazione degli obblighi previsti dal codice di condotta da parte dei funzionari dell'Agenzia delle Entrate, purtuttavia è altrettanto vero che la violazione di impegni da parte dei pubblici funzionari, soprattutto se grave e ripetuta, non può rimanere senza conseguenze pratiche.

E' anche la storia dei codici di condotta in genere, che solo trenta anni fa apparivano inutili quanto stucchevoli orpelli nella gestione aziendale, per poi invece affermarsi come strumenti ancora più efficaci della “hard law” nella prevenzione di rischi e reati, nel rafforzamento dei controlli interni, della governance aziendale e tanto altro.

Se il quadro della legislazione primaria inerente alla compliance fiscale sembra ormai completo, mancano ancora due provvedimenti attuativi, che saranno adottati con altrettanti emanandi decreti del Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Devono infatti essere disciplinate le regole sulla certificazione del “tax control framework” per tutti i soggetti che dall'anno in corso in avanti hanno adottato o adotteranno un regime di compliance fiscale e le regole sulle attestazioni dell'efficacia del tax control framework adottato per i soggetti in regime di adempimento collaborativo prima del 2024 (o che, pur essendo stati formalmente ammessi nel 2024, ne avevano fatto richiesta già nel 2023).

I professionisti che potranno svolgere incarichi di certificazione e di attestazione saranno esclusivamente avvocati e dottori commercialisti esperti in materia tributaria, ovvero consulenti del lavoro con esclusivo riferimento a tematiche contabili.

Detti professionisti dovranno altresì possedere requisiti di indipendenza, onorabilità e professionalità, so-

stanzialmente con forti assonanze con i requisiti a suo tempo previsti per la revisione contabile.

È prevedibile che entrambi i decreti vedano la luce tra i mesi di ottobre e novembre dell'anno in corso.

Aderire o non aderire: l'importanza di una scelta consapevole.

Una volta completato il quadro normativo, tutte le imprese, e in particolare gli intermediari finanziari, si troveranno di fronte il dilemma se aderire o meno ad un regime di compliance fiscale.

Per gli intermediari finanziari, già avvezzi a forme avanzate di controllo interno, ivi compresa l'adozione di efficaci Modelli 231 sulla responsabilità degli enti, si tratterà probabilmente di, ci sia consentita l'espressione, "aggiungere un tassello" ad un quadro già esistente, evento che non dovrebbe comportare costi e sforzi eccessivi.

Deve infatti essere rilevato che qualunque sistema di compliance fiscale dovrebbe essere integrato e armonizzato con i sistemi e gli strumenti di controllo interno già esistenti e non costituire un "corpus" regolatorio e procedurale autonomo e separato dal resto.

La nostra esperienza ci porta a sostenere che già oggi gli intermediari che abbiano già in essere sistemi di controllo interno efficaci, stanno già adottando sistemi di rilevazione, misurazione, gestione e controllo del rischio fiscale.

A titolo di esempio, svolgono almeno in parte questa funzione i Protocolli 231 volti alla prevenzione del rischio di commettere reati tributari, obbligo introdotto dalla normativa risalente al dicembre 2019, ovvero l'obbligo di identificazione della clientela ai fini AML, che impone, *inter alia*, la rilevazione della residenza del cliente, e di conseguenza supporta l'identificazione del cliente ai fini fiscali per la corretta applicazione delle ritenute.

Sempre ai medesimi fini, anche se con profili apparentemente diversi, il controllo di taluni rischi fiscali è già monitorato con l'adesione agli accordi di Qualified Intermediaries (QI) e/o FATCA (Foreign Accounts Tax Compliance Act) con l'Amministrazione Finanziaria statunitense (IRS), i quali, anche se focalizzati su soggetti cittadini o residenti negli USA, impongono classificazioni, controlli e reporting su tutta la clientela che investe sul mercato statunitense o riceve da esso dei proventi.

Questo elenco potrebbe continuare ancora a lungo.

Per concludere, la scelta se aderire o meno ad un regi-

me di compliance fiscale non deve essere improntata a superficialità e neppure a posizioni preconcepite, non più rispondenti ad una realtà che è già mutata e che sta mutando ulteriormente.

Prima di ogni altra cosa occorrerà procedere ad una valutazione attenta della realtà aziendale e ad un successivo confronto con i requisiti di legge: in sintesi, la scelta dovrà essere basata su di una totale consapevolezza di quanto già esiste in azienda e di "cosa manca", dei costi prevedibili e dei benefici che potranno essere tratti dai nuovi regimi di compliance fiscale (primo tra tutti l'immediata o progressiva cancellazione del contenzioso tributario).

Tobin Tax sui trasferimenti di azioni nel contesto di un'OPA: è applicabile l'aliquota ridotta?

di Stefano Brunello Dormal e Simone Bertolami

Appare in via di consolidamento l'orientamento giurisprudenziale di merito secondo cui anche i trasferimenti azionari posti in essere nel contesto di offerte pubbliche di acquisto ("OPA") sono assoggettati all'imposta sulle transazioni finanziarie (la *Tobin Tax*)¹ con l'aliquota ridotta dello 0,1% prevista in favore di trasferimenti conclusi in mercati regolamentati, in luogo di quella ordinaria dello 0,2%.

La formazione di un tale orientamento è da accogliere con particolare favore, considerato che, dal punto di vista sostanziale, a parere di chi scrive i trasferimenti di azioni nell'ambito di OPA risultano coerenti con la *ratio* sottostante alla previsione dell'aliquota ridotta dello 0,1%.

Vediamo quali ragioni depongono a favore di tale conclusione e come le stesse sono state recepite dai giudici di merito.

1. La normativa di riferimento

La Tobin Tax si applica indipendentemente dal fatto che una transazione abbia avuto luogo su un mercato regolamentato, ovvero che sia stata negoziata privatamente dalle parti al di fuori dello stesso. Questo aspetto incide, tuttavia, sul *quantum* dell'imposta, posto che l'aliquota ordinaria, stabilita nella misura dello 0,2%, viene ridotta alla metà 0,1% in relazione ai "trasferimenti che avvengono a seguito di operazioni concluse in mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione".

La normativa di riferimento identifica chiaramente il concetto di "mercati regolamentati e sistemi multila-

terali di negoziazione"². Detto concetto si sostanzia in un sistema di negoziazione regolamentato, espressamente autorizzato da parte di una autorità statale e da questa vigilato, dotato di regole non discrezionali e deputato a facilitare l'incontro tra domanda e offerta di titoli. È questo, ad esempio, il caso del mercato gestito da Borsa Italiana S.p.A.³

In prima battuta, si potrebbe, allora, concludere che tutte le volte in cui un'OPA ha ad oggetto titoli quotati nei mercati regolamentati, la transazione sarebbe assoggettata alla Tobin Tax con il beneficio del dimezzamento dell'aliquota.

Non è però sufficiente che il titolo sia "quotato" nel mercato regolamentato, ma occorre che la transazione sia conclusa in detto mercato⁴. Senonché, la normativa in materia di Tobin Tax non contiene alcuna definizione specifica del concetto di operazioni "concluse" nei mercati regolamentati.

In assenza di una tale definizione, utili indicazioni possono essere tratte indagando le ragioni sottese all'introduzione della Tobin Tax ed alla differenziazione delle aliquote.

2. Ragioni alla base della differenziazione delle aliquote

La Tobin Tax è stata introdotta in Italia al termine del 2012, nel contesto storico della grave crisi economico-finanziaria mondiale, che aveva colpito anche il nostro Paese all'inizio dello scorso decennio. La finalità di introdurre un'imposta sulle transazioni finanziarie era legata all'esigenza di ripristinare la stabilità

1. Introdotta nel nostro ordinamento dall'art. 1, comma 491, della legge 24 dicembre 2012 ("Legge di Stabilità 2013"), come modificato e integrato dal successivo Decreto Ministeriale 16 settembre 2013 ("Decreto Attuativo").

2. Cfr. art. 1, comma 493, della Legge di Stabilità 2013, che richiama la Direttiva n. 2004/39/CE (c.d. Direttiva MiFID) e, in particolare, il relativo art. 4, par. 1, punto 14. Il concetto di "mercato regolamentato" è stato ulteriormente chiarito anche dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, nel Q&A in materia di Tobin Tax dell'8 agosto 2013.

3. Per una ricostruzione, nei medesimi termini, del concetto di mercato regolamentato, seppure ai fini delle imposte sui redditi, cfr. Agenzia delle Entrate, Circolare 23 dicembre 2020, n. 32/E.

4. In questo senso, trasferimenti di azioni quotate che avvengono però OTC non sarebbero eleggibili per l'applicazione dell'aliquota ridotta.

dei mercati finanziari, offrendo una maggior tutela per gli investitori. Per conseguire questo risultato, si optò per disincentivare quelle transazioni che - proprio a causa dell'eccessiva deregolamentazione - avevano contribuito alla genesi della crisi economico-finanziaria⁵. La previsione di due differenti aliquote per la Tobin Tax s'inseriva in questo contesto, disincentivando le transazioni concluse mediante operazioni perfezionate secondo procedure meno trasparenti (*i.e. inter alia* le transazioni c.d. *over the counter* - OTC), assoggettate appunto l'applicazione di un'aliquota maggiore (0,2%) e agevolando, per contro, i trasferimenti azionari conclusi nell'ambito di procedure ed operazioni di mercato altamente trasparenti, vigilate e regolamentate, meno "a rischio" per i risparmiatori, assoggettate per questo ad un'aliquota ridotta (0,1%). Tale ricostruzione trova conferma nei lavori parlamentari preparatori relativi all'introduzione della Tobin Tax e, in particolare, nella scheda di lettura della Camera dei Deputati alla Legge di Stabilità 2013⁶.

Se questo è la *ratio* sottesa alla differenziazione delle aliquote, ricondurre l'OPA tra le operazioni concluse nei mercati regolamentati che beneficiano della riduzione dell'aliquota, appare del tutto ragionevole.

Innanzitutto, l'OPA ha ad oggetto strumenti finanziari che - per definizione - sono negoziati in mercati regolamentati. Inoltre, l'OPA - che si sostanzia in una "proposta irrevocabile" rivolta ai titolari dei titoli di un determinato emittente, a parità di condizioni - è subordinata *ex lege* ad una procedura monitorata da Autorità pubbliche (Consob e Banca d'Italia), per garantire la massima trasparenza informativa nei confronti dei destinatari dell'offerta, consentendo loro di assumere una decisione quanto più informata sull'opportunità se aderire o meno all'OPA stessa. Inoltre, le medesime esigenze di simmetria informativa impongono che siano noti l'identità dell'offerente ed il corrispettivo offerto, le cui modalità di quantificazione devono essere illustrate dall'offerente nel documento

di offerta.

Pertanto, se il legislatore ha voluto incentivare le operazioni che avvengono in forme di mercato "più trasparenti, integre e sicure", mediante l'introduzione di un'aliquota ridotta, sembra coerente concludere che anche l'OPA debba rientrare a pieno titolo, in considerazione della specifica procedura sopra descritta, necessaria per perfezionare il trasferimento dei titoli.

3. La posizione attuale dell'Agenzia delle Entrate

Questa interpretazione, tuttavia, ad oggi non ha trovato l'avallo dell'Agenzia delle Entrate, che ha opposto il proprio diniego (espreso o tacito) a più istanze presentate da contribuenti, volte ad ottenere il rimborso della maggiore Tobin Tax versata per il trasferimento di titoli azionari nell'ambito di OPA (pari alla differenza tra l'aliquota ordinaria applicata prudenzialmente e quella ridotta pari allo 0,1%).

Sull'assunto che le norme agevolative devono essere interpretate restrittivamente, l'Agenzia delle Entrate ritiene che - secondo una interpretazione letterale della norma istitutiva dell'aliquota dimezzata⁷ - l'OPA non potrebbe rientrare tra le operazioni "concluse" in mercati regolamentati, in ragione delle peculiarità che la contraddistinguono, in termini di modalità tecniche e procedurali, difettando l'OPA del requisito della multilateralità del sistema (intesa come incontro di interessi multipli relativi a strumenti finanziari), poiché la contrattazione avviene esclusivamente fra i destinatari dell'offerta e l'offerente.

4. La posizione attuale della Giurisprudenza di merito

Ebbene, come anticipato in premessa, la giurisprudenza di merito ha sinora confermato l'interpretazione secondo cui anche i trasferimenti azionari effettuati nell'ambito di OPA possono beneficiare dell'aliquota ridotta dello 0,1%, ritenendo infondate le argomentazioni, di segno contrario, sollevate dall'Agenzia delle

5. In tal senso, si veda F. Gallo, *Giustizia sociale e giustizia fiscale nella prospettiva dell'unificazione europea*, in *Dir. Prat. Trib.*, n. 1/2014, pag. 1 e ss.

6. Cfr. Camera dei Deputati, Servizio Studi - Dipartimento Bilancio, Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2013) - Scheda di lettura n. 708/4, Tomo II, del 31 gennaio 2012 in cui si legge che "la differenziazione delle aliquote in funzione del grado di regolamentazione del mercato in cui avviene lo scambio (mercati regolamentati ... versus mercati over the counter) può contribuire a canalizzare le operazioni dai mercati OTC verso forme di mercato più trasparenti, integre e sicure, in tal modo migliorando il contenuto informativo dei prezzi e l'efficienza allocativa delle risorse".

7. A quanto ci consta, tale interpretazione è stata adottata sulla base di un interpello non pubblicato.

Entrate.

Il primo collegio di merito ad esprimersi in tal senso era stata la Commissione Tributaria Provinciale di Milano che, con la sentenza n. 1854/2020, aveva statuito che, *“mancando una definizione specifica delle operazioni concluse nei mercati regolamentati”*, devono considerarsi come tali quelle operazioni *“sottoposte all’osservanza di specifiche regole e procedure altamente trasparenti, nonché al controllo di pubbliche Autorità a tutela dei contraenti”*, con la conseguenza che l’OPA può beneficiare dell’aliquota ridotta, in quanto il trasferimento dei titoli avviene all’esito di una *“procedura ex lege estesamente e dettagliatamente monitorata, in ogni suo aspetto, da un’Autorità pubblica come la Consob, con ciò garantendo massima trasparenza e particolare tutela alle parti contraenti”*.

Detta sentenza è stata confermata anche in secondo grado. In particolare, la Commissione Tributaria Regionale della Lombardia, con sentenza n. 1253/2022, ha respinto l’appello dell’Agenzia delle Entrate ritenendo *“fuori discussione il fatto che l’OPA costituisce una operazione che si svolge all’interno dei mercati regolamentati”*. In particolare, dopo aver ricostruito la ratio della previsione di una aliquota agevolata ai fini dell’applicazione della *Tobin Tax*, la cui logica *“... va riscontrata nel favore accordato dal legislatore a transazioni avvenute nei mercati regolamentati, in quanto tali più trasparenti e garantite ...”*, il giudice di seconde cure ha stabilito che *“l’OPA si qualifica ... come una procedura che assume spiccate note regolative, in funzione in particolare di tutela dei soci di minoranza esposti, esposti al cambio di maggioranza di controllo”*. Secondo i giudici, peraltro, questa circostanza priva di fondatezza l’eccezione dell’Ufficio secondo cui nell’OPA *“non vi sarebbe ‘molteplicità di interessi coinvolti’”*, in quanto si tratta di una affermazione che *“... non tiene in considerazione come l’OPA rappresenti, per propria natura, una procedura di acquisto di azioni che, per raggiungere il fine del controllo della società, assicura un meccanismo legale di tutela di tutti i soci dell’ente coinvolto”*. In questo filone si inserisce anche la più recente sentenza n. 1000/2023, con cui la Corte di Giustizia Tributaria di secondo grado della Lombardia⁸, rigettando l’appello dell’Agenzia delle Entrate, ha confermato che i trasferimenti di azioni conclusi nell’ambito di

un’OPA possono beneficiare dell’aliquota ridotta dello 0,1%. Il collegio di seconde cure ha in particolare osservato che *“...l’OPA, oltre ad avere ad oggetto titoli quotati, è una operazione tipica del mercato regolamentato”* essendo *“soggetta a stringenti procedure formali e di trasparenza proprie del mercato regolamentato”*, sviluppandosi e perfezionandosi *“sotto la supervisione dell’Autorità Pubblica di Vigilanza del mercato, ossia Consob”*. Inoltre, è stato altresì rilevato che *“tale controllo e vigilanza della Autorità Pubblica non sono posti ad esclusiva salvaguardia degli interessi di due controparti contrattuali definite e pre-individuate o del solo acquirente, bensì a tutela di una pluralità di interessi coinvolti (ad es. i soci di minoranza esposti al cambio di controllo e tutti i destinatari dell’offerta) e, prima ancora, del corretto funzionamento del mercato stesso”*.

Le pronunce di secondo grado appena richiamate risultano di particolare interesse in quanto non solo sottolineano il permeante controllo pubblico che caratterizza l’OPA al pari delle operazioni concluse nel mercato regolamentato, ma evidenziano anche che attraverso l’OPA si realizza la tutela di una pluralità di interessi, così superando una delle principali eccezioni formulate dall’Agenzia delle Entrate.

5. Conclusioni

A fronte di un dato normativo incerto, quantomeno con riferimento alla nozione di operazioni concluse in un mercato regolamentato, il consolidamento dell’orientamento giurisprudenziale favorevole alla riconducibilità di un’OPA nell’alveo di siffatte operazioni rappresenta sicuramente una notizia positiva ed ampiamente condivisibile per le ragioni più sopra riportate, soprattutto se lo stesso dovesse trovare conferma anche in sede di legittimità.

Non può infatti essere sottaciuto l’impatto che detto orientamento potrebbe avere tanto sulle OPA future, quanto su quelle già concluse. In relazione a queste ultime, chi scrive ritiene che sussistano argomentazioni ampiamente fondate per cogliere già oggi l’opportunità di presentare istanza di rimborso all’Agenzia delle Entrate, volta ad ottenere la restituzione della maggiore Tobin Tax versata; in merito, considerati i termini previsti normativamente (i.e. ventiquattro mesi dalla data del versamento), la presentazione di detta istanza dovrà avvenire tempestivamente.

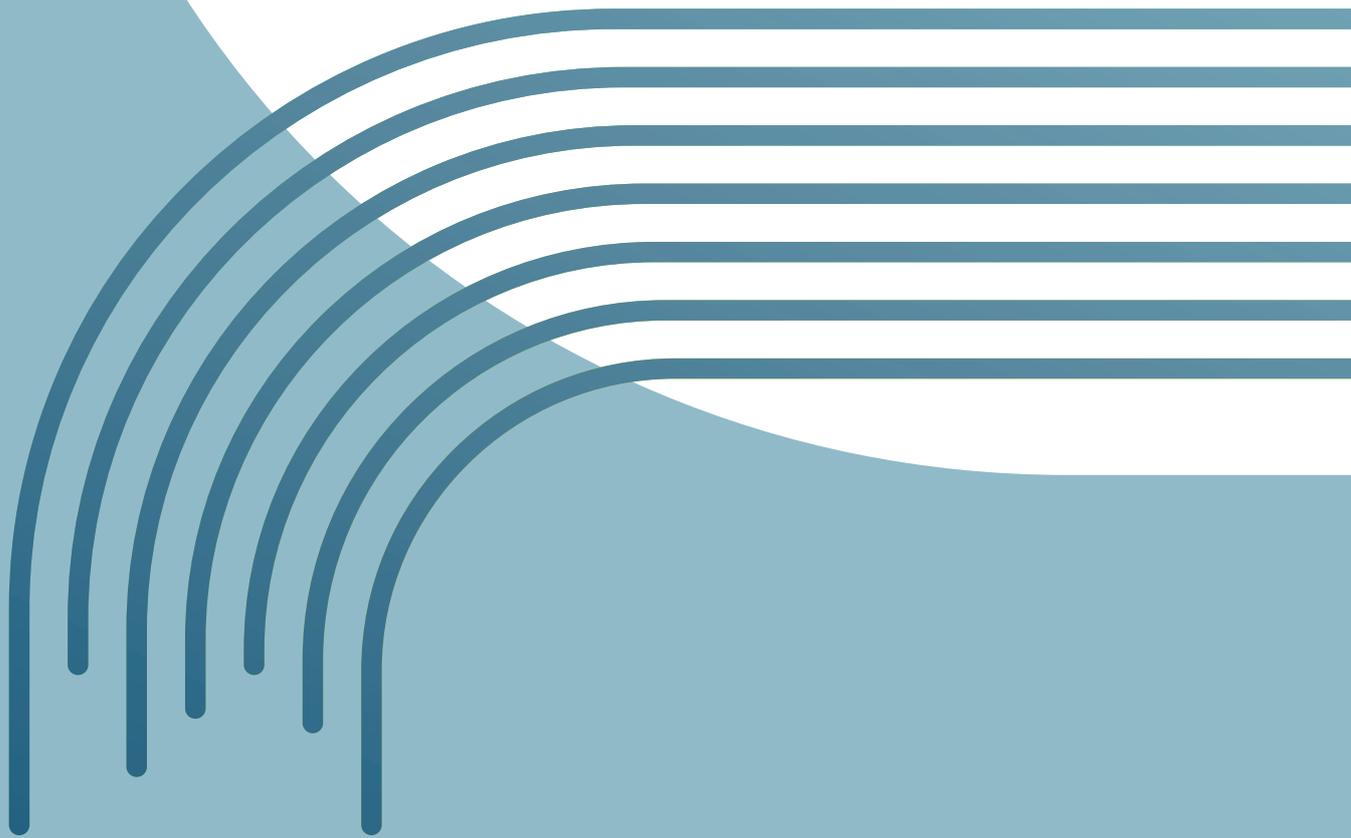
8. Nuova denominazione della Commissione Tributaria Regionale della Lombardia.

FastTrade massimizza i tuoi risultati con la Best Execution nei circuiti Lit e Dark

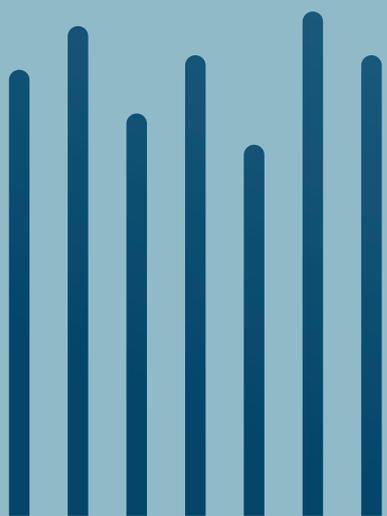
List 
An ION company



FastTrade



Uno sguardo al mercato



Una panoramica sui mercati azionari italiani a seguito della migrazione su piattaforma OPTIQ®: scambi, qualità del mercato e sviluppi funzionali

a cura di Euronext

1. La performance del mercato azionario italiano: scambi e frammentazione

Negli ultimi tre anni, Euronext ha completato con successo la migrazione del suo data center principale dal Regno Unito all'Italia, ha migrato i mercati cash e derivati di Borsa Italiana sulla sua piattaforma di trading proprietaria Optiq® e ha ampliato le attività di compensazione di Euronext Clearing a tutti i mercati cash e derivati di Euronext in Europa. Il 27 marzo

2023 i mercati azionari di Borsa Italiana migrarono su Optiq®, primo step di integrazione di tutte le trading asset class sulla piattaforma di trading del gruppo paneuropeo.

Nel 2023 l'indice FTSE MIB ha sovraperformato gli altri mercati, registrando un aumento del 28% e superando sia gli Stati Uniti (S&P 500 +25%) sia i mercati europei in generale (EuroStoxx50 +19%).



La performance positiva dell'indice domestico sta proseguendo anche nel 2024, attribuibile principalmente agli emittenti bancari che hanno beneficiato di un regime di tassi di interesse più elevato rispetto al passato. Sempre osservando l'indice FTSE MIB, gli

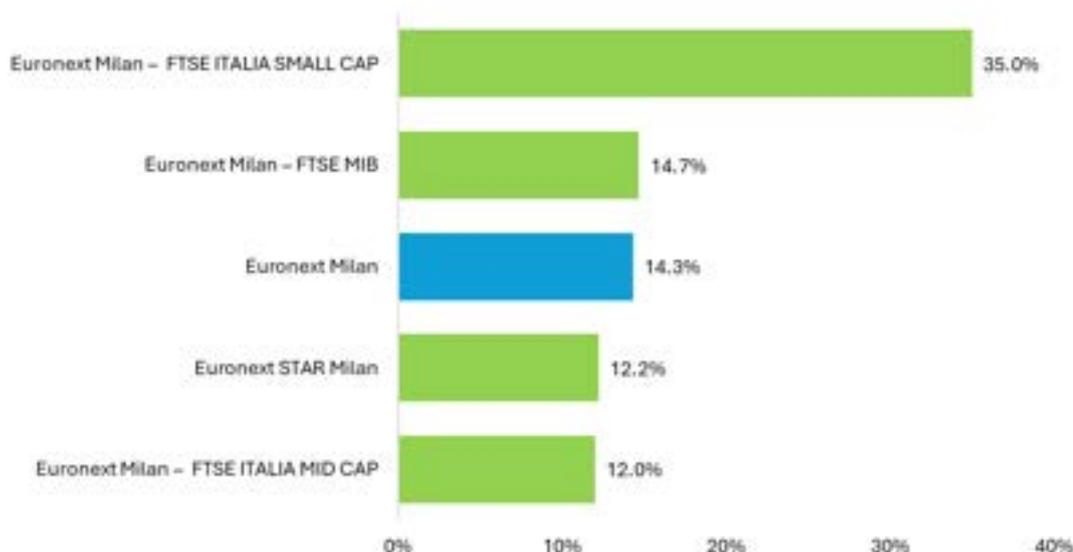
emittenti bancari sono anche gli strumenti su cui si è concentrata maggiormente l'attività di negoziazione, cui fanno seguito i settori dell'energia, degli autoveicoli e della difesa.

AZIONI PIU' NEGOZIATE SUL MERCATO EURONEXT MILAN	CONTROVALORE MEDIO GIORNALIERO (€M)	
	2023	2024 (YTD)
UNICREDIT	228.7	306.0
INTESA SANPAOLO	241.7	311.0
ENI	180.9	237.3
STELLANTIS	167.6	221.2
ENEL	147.3	189.6

Nel corso del 2024 si è assistito peraltro ad un ritorno di interesse da parte degli investitori nei confronti delle PMI quotate su Euronext Milan, sia sul segmento principale sia sul segmento STAR. In particolare, le prospettive di un nuovo regime di tassi di interesse ed inflattivo in Europa ha favorito un inizio di rotazione

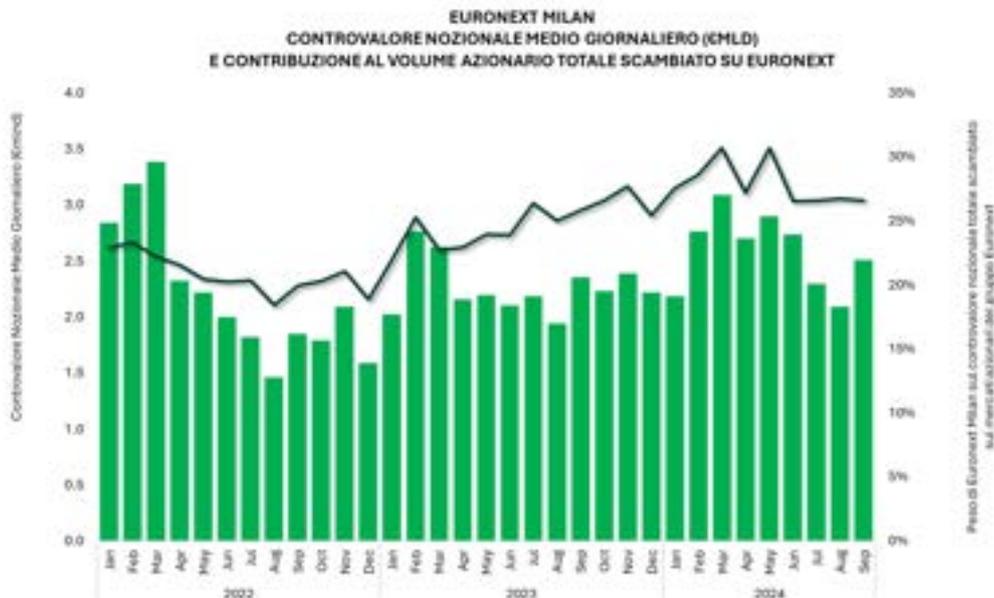
di portafoglio ed una maggiore esposizione sul segmento Small Cap del mercato Euronext Milan, i cui volumi sono cresciuti del 35% sui primi nove mesi dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

**CRESCITA DEGLI SCAMBI SUI MERCATI AZIONARI ITALIANI
GENNAIO-SETTEMBRE 2024 vs. GENNAIO-SETTEMBRE 2023**



I mercati azionari italiani contribuiscono oggi per il 27% del controvalore nozionale totale scambiato su tutti i mercati azionari gestiti dal gruppo Euronext, con un picco del 31% nei mesi di marzo e maggio

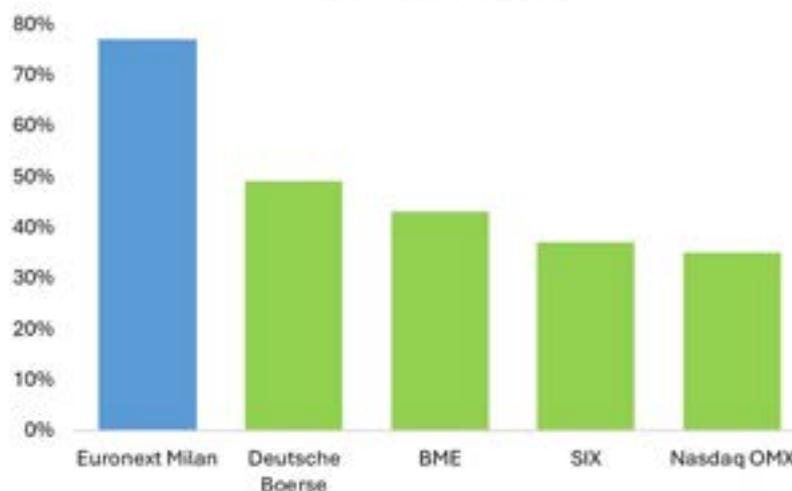
2024. Una crescita importante, se si considera che il contributo si attestava al di sotto del 20% prima della migrazione sulla piattaforma Optiq®, evidenziando i vantaggi di una piattaforma di negoziazione unica.



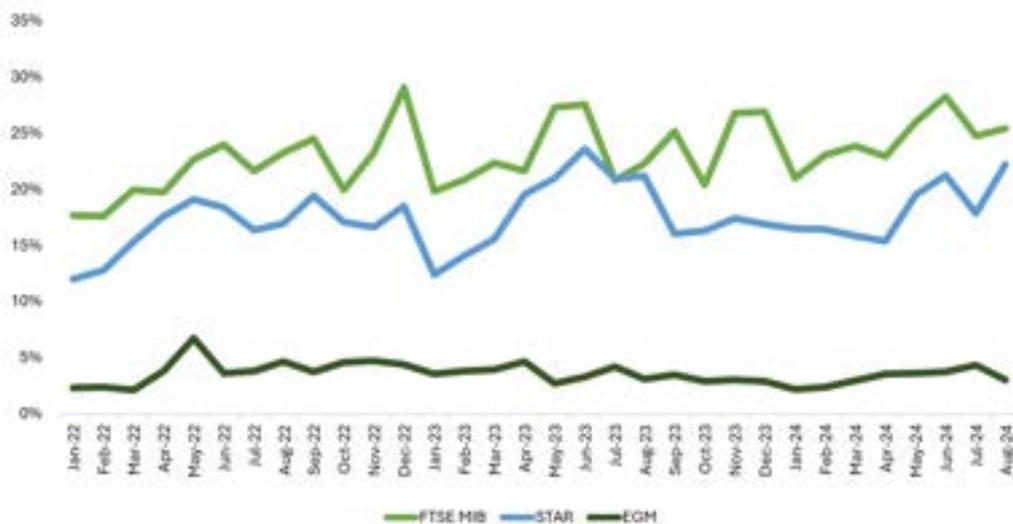
L'ecosistema di trading locale rappresenta una quota significativa del controvalore nozionale valore scambiato sul mercato Euronext Milan, grazie ad un crescente flusso di negoziazione da parte degli investitori retail che oggi contribuisce al 20-25% degli scambi sul mercato, con una contribuzione ancora più alta sul segmento Small Cap e sui mercati GEM (Global Equity Market) e TAH (Trading After Hours). La conferma dell'elevata contribuzione agli scam-

bi da parte degli investitori retail arriva da altri due metriche e punti di osservazione: Euronext Milan è il mercato caratterizzato dalla più elevata turnover velocity (il rapporto percentuale tra il controvalore degli scambi e la capitalizzazione media in un determinato periodo) a livello europeo, nonché dalla minore contribuzione dell'asta di chiusura rispetto al totale degli scambi.

TURNOVER VELOCITY



PESO DEL VOLUME IN ASTA DI CHIUSURA RISPETTO AL TOTALE DEGLI SCAMBI



La migrazione del mercato Euronext Milan su piattaforma Optiq® e il successivo miglioramento delle condizioni di *best execution* hanno permesso ai mercati azionari italiani di mantenere un processo di price-discovery efficiente e pertanto una quota di mercato Lit stabilmente compresa tra il 70% e il 75%, a beneficio degli investitori retail ed istituzionali.



La migrazione del data centre e del matching engine di gruppo nel 2022 e successivamente la migrazione sulla piattaforma Optiq® hanno altresì permesso ai liquidity provider di efficientare l'attività di quotazione sulle azioni italiane, anche a seguito dell'inclusione degli strumenti componenti l'indice FTSE MIB nello schema SLP (Supplemental Liquidity Provider) già precedentemente offerto su altre azioni paneuropee negoziate su Euronext.

2. La Best Execution per gli investitori retail e istituzionali

L'evoluzione della qualità del mercato a seguito della migrazione su piattaforma Optiq® è stata analizzata sulla base di dati terzi forniti dalla società BMLL Technologies, su un orizzonte temporale statisticamente significativo. L'analisi ha preso in considerazione gli scambi effettuati su azioni italiane sul mercato Euronext e sulle principali piazze finanziarie alternative (CBOE Europe e Aquis Europe).

Il test t di Welch (utilizzato per confrontare le medie di due gruppi indipendenti quando le varianze o le dimensioni del campione non sono uguali) è stato sviluppato per valutare cambiamenti statisticamente significativi nei parametri oggetto di studio, con il primo periodo che va da gennaio 2022 a marzo 2023 (prima della migrazione su Optiq®) e il secondo pe-

riodo che copre dal 27 marzo 2023 (post-migrazione) fino alla fine di settembre 2024.

Gli indicatori oggetto di osservazione sono:

- Spread medio: lo spread denaro-lettera medio della giornata, espresso in punti base rispetto alla media del prezzo medio.
- Miglior prezzo in denaro e in lettera a livello europeo (EBBO – European Best Bid / Offer): il numero di eventi in cui una sede ha migliorato i migliori prezzi in denaro e in lettera consolidati a livello europeo, come percentuale del numero di tutti gli eventi consolidati di miglioramento dei prezzi in denaro e in lettera per lo strumento.
- Controvalore nozionale disponibile attorno al miglior prezzo in denaro e in lettera (BBO, €m): l'importo medio ponderato per il tempo del controvalore nozionale disponibile attorno al BBO.
- Numero di azioni disponibili attorno al miglior prezzo in denaro e in lettera (migliaia): l'importo medio ponderato per il tempo del numero di azioni disponibili attorno al BBO.

Le domande per le quali si è voluto fornire una risposta sono dunque le seguenti:

- Qual è la liquidità (controvalore nozionale) disponibile al best bid-offer sulle azioni componenti l'indice FTSE MIB?
- Quanto frequentemente le piazze finanziarie sono

in grado di offrire i migliori prezzi bid-ask a livello consolidato europeo sulle azioni componenti l'indice FTSE MIB?

- Quanto frequentemente le piazza finanziarie sono in grado di offrire i migliori prezzi bid-ask in via esclusiva a livello consolidato europeo sulle azioni componenti l'indice FTSE MIB?

Come possibile osservare da grafici e tabelle che se-

guono, a seguito della migrazione sulla piattaforma Optiq® la qualità del mercato e le condizioni di best execution sul mercato Euronext Milan sono migliorate sia in termini di liquidità disponibile, sia in termini di migliori prezzi denaro-lettera a livello europeo, anche in via esclusiva rispetto a tutte le altre piazze finanziarie che offrono azioni italiane.



Le tabelle che seguono forniscono granulari evidenze statistiche comparative sui due periodi temporali oggetti di analisi e confronto, sempre con riferimento all'indice FTSE MIB.

EBBO SETTING			
FTSE MIB	Euronext Milan	Cboe Europe	Aquis Europe
Prima della migrazione su Optiq*	49.7%	18.9%	30.5%
Successivamente alla migrazione su Optiq*	66.1%	17.3%	15.5%
Variazione assoluta	+ 16.4%	- 1.6%	- 15.0%
CONTROVALORE NOZIONALE DISPONIBILE AL BEST BID-OFFER			
FTSE MIB	Euronext Milan	Cboe Europe	Aquis Europe
Prima della migrazione su Optiq*	45.4 €K	17.9 €K	19.3 €K
Successivamente alla migrazione su Optiq*	53.6 €K	20.9 €K	16.4 €K
Variazione assoluta	+ 8.2 €K	+ 3.0 €K	- 2.9 €K
NUMERO DI AZIONI DISPONIBILI AL BEST BID-OFFER			
FTSE MIB	Euronext Milan	Cboe Europe	Aquis Europe
Prima della migrazione su Optiq*	7.7 K	2.2 K	3.1 K
Successivamente alla migrazione su Optiq*	10.3 K	2.6 K	2.2 K
Variazione assoluta	+ 2.6 K	+ 0.4 K	- 0.9 K
TEMPO DI PRESENZA AL BEST BID-OFFER EUROPEO			
FTSE MIB	Euronext Milan	Cboe Europe	Aquis Europe
Prima della migrazione su Optiq*	35.9%	29.0%	35.6%
Successivamente alla migrazione su Optiq*	60.7%	31.0%	8.7%
Variazione assoluta	+ 24.8%	+ 2.0%	- 26.9%

Fonte: BMLL Technologies, dati giornalieri sui titoli FTSE MIB dal 1 gennaio 2022 al 30 settembre 2024. Le sedi considerate per l'analisi sono Euronext Milan, Aquis Europe e CBOE DXE Lit
*Valore non statisticamente significativo al 5% per il T-Test di Welch.

L'analisi è stata estesa alle azioni componenti l'indice FTSE Italia Mid Cap, che include le successive 60 principali azioni del mercato Euronext Milan non incluse nell'indice FTSE MIB.

Anche in questo caso, nonostante lo schema SLP non copra le azioni incluse nell'indice FTSE Italia Mid Cap, le condizioni di best execution risultano comunque ottimali grazie alla diversificazione dei flussi di negoziazione e alla costante presenza dei tradizionali liquidity provider e specialisti.

FTSE Italia Mid Cap	Euronext Milan	Cboe Europe	Aquis Europe
EBBO Setting Percentage	73.7%	14.5%	9.8%
Time Presence at EBBO (%)	88.6%	51.6%	27.8%
Unique Time Presence at EBBO (%)	82.0%	14.1%	3.1%
Liquidity around BBO Notional (€K)	10.6 €K	3.4 €K	3.8 €K
Liquidity around BBO (nb of Shares)	2.8 K	0.7 K	0.9 K

Fonte: BMLL Technologies, dati giornalieri sui titoli FTSE Italia Mid Cap dal 1 gennaio 2024 al 30 settembre 2024. Le sedi considerate per l'analisi sono Euronext Milano, Aquis Europe, CBOE DXE Lit e Turquoise Europe.

3. L'innovazione funzionale: Euronext Dark Mid-Point Match

L'8 aprile 2024 Euronext ha reso disponibile il servizio Dark Mid-Point Match anche per i mercati azionari di Milano, in aggiunta agli altri sei mercati azionari del gruppo. A partire da tale data:

- Intermediari e investitori hanno potuto dunque beneficiare non solo della liquidità disponibile sul book di negoziazione Lit ma anche sul book di negoziazione Dark, minimizzando l'impatto di mercato;
- Operando all'interno del framework regolamentare vigente ("Reference Price Waiver" e "LIS Wai-

ver"), gli intermediari hanno potuto inviare ordini a mercato al prezzo medio con riferimento al best bid-offer espresso sui mercati di Euronext, derogando dalla trasparenza pre-trade;

- Gli sweep orders hanno permesso agli intermediari di fare leva su entrambi i pool di liquidità di Euronext, Dark e Lit, incrementando le opportunità e la flessibilità di esecuzione.

Con riferimento alle azioni negoziate sul mercato Euronext Milano, le negoziazioni che beneficiano del servizio Dark rappresentano circa il 3,5% degli scambi totali su order book.

AZIONI PIU' SCAMBIATE SU EURONEXT DARK MID-POINT MATCH APRILE – SETTEMBRE 2024	CONTROVALORE NEGOZIATO (€M)	QUOTA DI MERCATO DARK
UNICREDIT	28.4	1.9%
INTESA SANPAOLO	13.2	1.7%
STELLANTIS	12.3	0.9%
ENEL	8.3	1.5%
BPER BANCA	5.0	6.3%
BANCO BPM	4.2	11.1%
FERRARI	4.2	1.1%
TENARIS	3.9	2.9%
PRYSMIAN	3.9	0.9%
BANCA MPS	3.7	3.0%

Fonte: Quanthouse. Le sedi considerate per l'analisi sono Euronext Milano, Aquis, CBOE DXE, CBOE CXE, CBOE BXE e Turquoise. Gli scambi considerati per l'analisi sono quelli Dark al di sotto della soglia Large-in-Scale.





Innovazione al servizio del settore bancario e finanziario

List 
An ION company