

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

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

Supplemento al n. 2/2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione - M. Pellegrini - D. Rossano - M. Sepe - V. Troiano

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

F. Affinito - G. Alfano - C. Marasco

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, N. Casalino, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, S. Landini, V. Lemma, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E.M. Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai referees in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarsi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di Direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli standard scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

I. Sabbatelli - A. Sacco Ginevri

INDICE

FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Presentazione</i> (Introduction).....	1
MARCO AGOGLIA – <i>L’Anti-Money Laundering Authority (AMLA) tra il presente e il futuro dell’Unione Europea</i> (The Anti-Money Laundering Authority - AMLA between the present and the future of the European Union).....	4
VALERIA DENTE – <i>L’Intelligenza Artificiale in finanza: il rapporto tra uomo ed algoritmo</i> (Artificial Intelligence and the human factor in corporate governance).....	26
ALESSANDRO DI NUNNO – <i>Il ruolo dei sustainability-link derivatives nella transizione Esg: evidenze e sfide</i> (The role of sustainability-linked derivatives in ESG transition: evidence and challenges).....	48
GIUSEPPE FAILLA RIFICI – <i>Intelligenza Artificiale e trading algoritmico: sfide, rischi sistemici e prospettive normative per la stabilità dei mercati finanziari</i> (Artificial Intelligence and algorithmic trading: challenges, systemic risks and regulatory prospects for the stability of financial markets).....	67
ALESSIA PALERMO – <i>I nuovi paradigmi del potere sanzionatorio della Consob</i> (The new paradigms of Consob’s sanctioning power).....	87
MARGHERITA SARLI – <i>Key Esg Regulations and the debate on implementation, compliance and simplification</i>	109

PRESENTAZIONE

(Introduction)

1. Seguendo una consuetudine ormai ultradecennale la direzione del Master sulla “Regolazione dell’attività finanziaria e dei mercati”, svolto presso la Università Luiss G. Carli, pubblica in questo fascicolo alcune tesine dei partecipanti al corso tenutosi nell’anno accademico 2023/2024 in linea con una consolidata tradizione che premia i migliori elaborati predisposti in occasione dell’esame che conclude il corso di studi.

I lavori che qui vengono presentati sono stati ritenuti meritevoli di diffusione nel settore scientifico disciplinare di riferimento dalla Commissione esaminatrice e dai *referee* cui sono stati sottoposti in conformità ai criteri che regolano le modalità di pubblicazione della rivista. Trattasi di saggi che, vuoi per la metodologia seguita nella stesura dei contributi, vuoi per la specificità dei contenuti che li contraddistinguono, inducono a ritenere che gli autori dei medesimi hanno una peculiare attitudine agli studi ed alla ricerca scientifica.

2. Le tematiche trattate sono, infatti, pienamente coerenti con l’oggetto del dibattito che attualmente connota il diritto dell’economia. Esse si inquadrano nel contesto della transizione giuridico/economica che da alcuni anni incide sul paradigma cui si conforma l’attività finanziaria, innovando sia le forme tecniche che qualificano l’analisi nel settore, sia l’oggetto stesso di questa ultima. Nei lavori si individua, per vero, una peculiare attenzione all’operatività “sostenibile” (in termini di rischio/rendimento) e, dunque, l’intento di evidenziare nelle indagini le condizioni che consentono il proliferare di situazioni estreme nelle quali l’assunzione di rischi nel medio/lungo termine potrebbe rivelarsi lontana dall’indicato paradigma.

Le tesine presentano una particolare valenza anche grazie agli spunti di

originalità che di sovente connotano le soluzioni prospettate. Esse riescono a cogliere la difficoltà che oggi gli operatori incontrano nell'esercizio di un'attività che ha di mira l'obiettivo di migliorare la qualità e l'efficienza dei servizi resi ai consumatori, predisponendo un modello d'agere che, superando l'eventuale contrapposizione tra gli interessi delle parti in campo, assicuri un razionale punto di equilibrio sul piano negoziale.

Gli autori dei contributi hanno ben compreso, quindi, che attualmente l'attività finanziaria si colloca in uno scenario nel quale è ascrivito specifico rilievo al fatto che necessita conciliare le posizioni degli operatori privati, volte a massimizzare i ritorni economici, e dei clienti, mossi da esigenze di risparmio e/o di servizio; donde la configurabilità di una realtà nella quale gli intermediari tradizionali sono disposti ad arricchire il loro apparato conoscitivo uniformandosi ai cambiamenti del mercato, oggi caratterizzato dall'evoluzione tecnologica.

In tale contesto logico, si collocano alcune delle indagini qui presentate, nelle quali la ricerca appare orientata ad individuare le significative sfide che attendono gli operatori finanziari; per cui ritengo meritevole di segnalazione la circostanza che gli scritti qui presentati mettono bene in evidenza taluni squilibri strutturali della normativa speciale i quali attualmente sono di ostacolo al corretto svolgimento dell'attività finanziaria.

Come negli anni passati, i partecipanti al corso hanno colto appieno lo spirito che anima l'insegnamento ad essi impartito, grazie ad interventi di docenza sempre qualificati ed all'impegno della stessa 'direzione' del Master, entrambi orientati a trasfondere una forma di sapere che - andando al di là del dato comunicativo di un ottimo apparato nozionistico riguardante la materia oggetto di studio - faccia comprendere ai discenti le numerose interrelazioni che si rinvergono tra diritto, economia e geopolitica. Infatti, il diritto dell'economia è stato ad essi rappresentato non come sapere autosufficiente, separato dalla dinamica delle relazioni di potere

tra Stati, blocchi regionali e attori transnazionali.

Sicché, i partecipanti al Master hanno potuto comprendere che la materia oggetto dell'analisi effettuata nel corso si trova oggi ad essere uno dei principali strumenti attraverso i quali le dinamiche sopra indicate si manifestano e si disciplinano; hanno acquisito, altresì, piena consapevolezza del fatto che le norme riguardanti i mercati, la finanza, la moneta, la concorrenza, le infrastrutture strategiche o il trasferimento tecnologico sono divenute – piaccia o no – anche dispositivi geopolitici.

Francesco Capriglione

L'ANTI-MONEY LAUNDERING AUTHORITY (AMLA) TRA IL PRESENTE E IL FUTURO DELL'UNIONE EUROPEA *

*(The Anti-Money Laundering Authority - AMLA between
the present and the future of the European Union)*

ABSTRACT: *Con la pubblicazione nel giugno 2024 del cosiddetto “AML Package” è stata inaugurata una nuova stagione della prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo (AML/CFT) nell’ordinamento europeo. Il cuore della riforma è rappresentato dalla nascita dell’Anti-Money Laundering Authority (AMLA), Autorità sovranazionale che opererà sia come supervisore diretto, sia come centro di coordinamento delle Unità di Informazione Finanziaria (FIU) nazionali, con l’obiettivo di garantire l’effettiva armonizzazione normativa e operativa nel settore AML/CFT. Il contributo esamina l’impianto istituzionale e regolamentare delineato dal nuovo pacchetto, evidenziando i profili di novità rispetto al precedente framework. Emergono inoltre le tensioni sistemiche che l’introduzione di una nuova agenzia europea specializzata solleva in rapporto all’architettura del diritto dell’Unione e alla giurisprudenza della Corte di Giustizia. In chiusura, si propone una riflessione critica sull’adeguatezza politica e istituzionale dell’AMLA quale espressione di un’Unione che, nell’intento di rafforzare i propri strumenti di vigilanza, mette alla prova la coerenza e l’efficacia del proprio sistema di contrasto ai fenomeni di riciclaggio e finanziamento del terrorismo nell’ambito del proprio assetto giuridico multilivello.*

With the publication in June 2024 of the so-called “AML Package” a new season of the prevention of money laundering and terrorist financing (AML/CFT) in the European legal system was inaugurated. At the heart of the reform is the establishment of the Anti-Money Laundering Authority (AMLA), a supranational

* Contributo approvato dai revisori.

authority that will operate both as a direct supervisor and as a coordinating centre for national Financial Intelligence Units (FIUs), with the aim of ensuring effective regulatory and operational harmonization in the AML/CFT field. The paper examines the institutional and regulatory framework outlined by the new package, highlighting the new features compared to the previous framework. Systemic tensions that the introduction of a new specialized European agency raises in relation to the architecture of EU law and the case law of the Court of Justice also emerge. In closing, a critical reflection is offered on the political and institutional adequacy of the AMLA as an expression of a Union that, in an effort to strengthen its supervisory instruments, tests the coherence and effectiveness of its AML/CFT system within its multilevel legal framework.

SOMMARIO: 1. Prospettive e interrogativi. - 2. La nuova AMLA. Compiti, *governance* e *accountability*. - 3. (segue): L'attività di supervisione diretta e indiretta. - 4. L'asserita coerenza della nuova Autorità col diritto dell'Unione europea. - 5. Riflessioni sull'adeguatezza della scelta del legislatore europeo.

1. Come è noto, nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea del 19.06.2024 sono stati pubblicati il Regolamento UE/2024/1620, che istituisce l'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo (anche detto "Regolamento AMLA"), il Regolamento UE/2024/1624, relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (anche detto "AMLR"), e la Direttiva UE/2024/1640, concernente i meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo (anche detta "AMLD6"). L'insieme dei citati atti legislativi europei ha preso il nome di "*AML Package*" e si propone di realizzare gli obiettivi tracciati dalla Commissione europea nel suo piano d'azione per una politica integrata dell'Unione in materia di prevenzione del riciclaggio di denaro e del finanziamento del terrorismo.

Fulcro del pacchetto legislativo europeo e dei nuovi assetti armonizzati che ne

derivano è la nuova Autorità antiriciclaggio europea (*Anti-Money Laundering Authority* – AMLA), con sede a Francoforte², istituita il 26 giugno 2024 e operativa dalla metà del 2025. Ad essa, infatti, è stato affidato il compito di agire nella doppia veste di supervisore sovranazionale e di meccanismo di supporto e coordinamento delle FIU. Su questa linea, è stato disposto un accentramento di funzioni in capo all'AMLA, da cui dovrà scaturire tra l'altro un nuovo *rulebook* armonizzato³, finalizzato a potenziare l'azione di prevenzione a livello europeo e ad assicurare un quadro fortemente omogeneo dei presidi.

L'istituzione della nuova Autorità antiriciclaggio europea pone, tuttavia, due ordini di interrogativi. Da un lato, infatti, sembra doveroso chiedersi se questa nuova agenzia europea, alla luce dell'importante ruolo e degli estesi poteri che le sono stati riconosciuti, possa considerarsi coerente rispetto al diritto dell'Unione europea, specialmente in considerazione delle pronunce interpretative dei Trattati offerte dalla Corte di Giustizia dell'Unione europea. Da un altro lato, invece, sembra naturale

² È noto che la sede della nuova Autorità è stata oggetto di forte contesa tra i Paesi Membri, con un intenso coinvolgimento dell'Italia che, prima ancora di presentare la sua candidatura, ha avviato nel 2022 un percorso di sviluppo della Banca d'Italia che ha seguito due direttrici: da un lato, la riorganizzazione interna dell'Autorità, con l'istituzione della nuova “Unità di Supervisione e Normativa Antiriciclaggio”; dall'altro lato, la revisione delle metodologie AML/CFT applicate dall'Autorità, dotando la stessa di un nuovo modello di analisi dei rischi di riciclaggio/finanziamento del terrorismo che fa perno su un ampio insieme di dati, in larga parte forniti dagli stessi intermediari vigilati (e non senza qualche doglianza da parte di questi ultimi, già impegnati annualmente a informare l'Autorità dei dettagli della rispettiva attività di contrasto al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo). Oltre a queste attività, l'Italia, cercando anche di farsi forza della sua tradizione giuridica in materia, ha evidenziato la sua capacità di soddisfare tutti i criteri di selezione come Paese ospitante. Nonostante ciò, il nostro Paese non è riuscito nel suo intento. Preme notare però una certa concentrazione geografica delle Autorità in ambito finanziario. A Francoforte, infatti, è già presente un'altra agenzia europea, vale a dire l'EIOPA (l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), oltre naturalmente all'Istituzione europea della Banca Centrale Europea. A Parigi invece risiedono l'ESMA (l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e, a far data dalla Brexit (31 gennaio 2020), l'EBA (l'Autorità bancaria europea). Tale impostazione sembra dunque quanto meno stridente rispetto alla “*Dichiarazione comune di Parlamento europeo, Consiglio e Commissione europea sulle agenzie decentralizzate*” del 19 luglio 2012, nella quale si constatava già all'epoca che l'assegnazione delle agenzie non era stata effettuata con una visione globale del loro ruolo e spazio nell'Unione europea, essendo necessaria una loro più omogenea distribuzione sul territorio dell'Unione.

³ Composto dall'AMLR e dalle collegate norme tecniche di regolamentazione e attuazione predisposte dalla nuova AMLA ed emanate dalla Commissione. Per maggiori dettagli sul punto, si rimanda al paragrafo successivo e, in particolare, alla nota 4.

interrogarsi sulla adeguatezza della scelta compiuta dal legislatore europeo, anche in considerazione dell'attuale quadro politico internazionale.

Per rispondere a tali interrogativi, si ritiene indispensabile procedere prima con una analisi, nei limiti di questa sede, dei tratti di maggiore interesse della nuova Autorità, specialmente in termini di compiti e poteri.

2. Il Regolamento AMLA ha configurato la nuova Autorità antiriciclaggio europea come un'agenzia. Ciò è desumibile dal richiamo all'art. 114, par. 1, TFUE contenuto nell'incipit e nei Considerando del Regolamento. Tale agenzia presenta caratteristiche peculiari, in quanto depositaria, come è stato detto sopra, di due ruoli complementari ma distinti.

In primo luogo, infatti, l'AMLA svolge il ruolo di supervisore. In tale veste esercita poteri di supervisione diretta nei confronti dei soggetti finanziari considerati maggiormente a rischio (c.d. "soggetti selezionati"), nonché compiti di supervisione indiretta, coordinamento e assistenza alle Autorità nazionali per i soggetti da queste controllati, incluso il comparto non finanziario, anche al fine di assicurare standard omogenei e metodologie comuni per la valutazione del rischio.

In secondo luogo, l'AMLA è stata chiamata ad assumere la veste di meccanismo di supporto e coordinamento delle FIU, in ciò assolvendo un ruolo centrale nel rafforzamento della collaborazione tra le FIU, nelle analisi congiunte di casi *crossborder*, nella promozione della convergenza operativa tra le FIU, anche attraverso lo svolgimento di verifiche *inter pares*, nel potenziamento degli strumenti IT a disposizione delle stesse e nella mediazione in caso di disaccordo. Restano invece radicate a livello nazionale le funzioni delle FIU di ricezione, analisi e disseminazione delle segnalazioni di operazioni sospette.

Da queste indicazioni emerge che, in un contesto economico-finanziario caratterizzato da una natura sempre più transfrontaliera delle attività illecite, con gravi effetti distorsivi sul sistema finanziario dell'Unione e sul mercato interno,

l'accentramento delle predette funzioni in capo a un'unica Autorità risponde a una duplice esigenza: da un lato, quella di superare le già rilevate debolezze derivanti dall'attuazione disomogenea delle misure antiriciclaggio all'interno dell'Unione e da una diversa efficacia della supervisione; dall'altro, quella di irrobustire le capacità delle FIU di intercettare adeguatamente i fenomeni illeciti, attraverso l'ausilio alle loro attività di analisi e collaborazione, specie nell'approfondimento congiunto di casi di rilevanza *crossborder*.

Ne consegue dunque la preliminare osservazione per cui il mandato conferito alla nuova Autorità risulta piuttosto esteso e composito, senza considerare peraltro che alla medesima è stata affidata anche una cospicua produzione normativa, poiché è stata chiamata ad elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione da sottoporre alla Commissione per l'adozione, al fine di completare il *corpus* armonizzato di regole definite nell'*AML Package*.⁴

⁴ Il potere di formulare standards tecnici, nella forma di norme tecniche di regolamentazione (c.d. "Regulatory Technical Standards – RTS") o di norme tecniche di attuazione (c.d. "Implementing Technical Standards – ITS"), poi adottati dalla Commissione europea come atti delegati o atti di esecuzione e strumentali alla predisposizione di una disciplina omogenea (c.d. "single rulebook"), è un potere dell'AMLA che tradizionalmente appartiene anche alle tre Autorità Europee di Vigilanza – AEV del settore finanziario (cioè EBA, ESMA ed EIOPA), agenzie europee al pari dell'AMLA. Tale potere è riconosciuto in funzione del compito, affidato alle predette agenzie europee e all'AMLA, di prevenire il c.d. arbitraggio regolamentare, di effettuare il controllo dei rischi attraverso un costante monitoraggio dei mercati e di garantire la protezione degli utenti dei servizi finanziari. Le tre AEV e l'AMLA, dunque, non dispongono di poteri regolamentari diretti. Tuttavia, merita di essere sottolineata la "prassi" della Commissione europea, ormai consolidata in una vera e propria procedura (c.d. "procedura di non obiezione"), secondo la quale l'Istituzione europea tende essenzialmente ad accogliere nei propri atti (delegati o esecutivi) i progetti di norme tecniche proposti dalle AEV senza apportarvi rilevanti modifiche, non solo perché spesso frutto di una o più fasi di pubblica consultazione degli operatori interessati da quelle norme, ma anche (e forse soprattutto) in quanto trattasi di norme dall'elevato contenuto tecnico, difficilmente sindacabili dalla stessa Commissione. In ragione di tale meccanismo, quindi, le AEV si trovano (e l'AMLA in futuro si troverà) a esercitare spesso un potere regolamentare "indiretto", in relazione al quale forse il deficit di controllo democratico (cui invece è sottoposta la Commissione, a partire dalle regole per la sua formazione) viene compensato (e a questo punto si auspica lo sia sempre più) dalle fasi di pubblica consultazione gestite dalle AEV (e in futuro dall'AMLA), che si trasformano così nelle principali sedi di confronto tra regolatori e soggetti regolati, nonché utenti dei servizi finanziari. Va da sé che se questa sarà la tendenza dell'Unione europea, come peraltro sembra suggerire l'istituzione della nuova AMLA, sarà indispensabile intervenire sul regime pubblicitario delle consultazioni indette e sulla rappresentanza degli interessi (altresì detta "lobbying") con una disciplina ben più robusta di quella attuale. Per una disamina della "permeabilità" delle istituzioni europee da parte di fenomeni lobbistici solo parzialmente regolamentati, cfr. PETRILLO, *Teorie e tecniche del lobbying*, Bologna, 2019, p. 112 e ss., SASSI, *La trasparenza a presidio del*

La peculiare caratteristica dell'AMLA di compendiare due funzioni distinte in un soggetto unitario si riflette poi nella particolare configurazione della governance e delle procedure decisionali dell'ente.

L'Autorità, infatti, si avvale di un organo con compiti decisionali, denominato "Consiglio Generale", a composizione variabile in ragione dei compiti di volta in volta svolti. Tale organo risulta composto, oltre che dal Presidente di tale Autorità, dai capi di quelle di supervisione competenti in materia AML/CFT di ciascuno Stato Membro o dai capi delle FIU nazionali, a seconda rispettivamente che i compiti svolti siano di supervisione ovvero di meccanismo di supporto e coordinamento (cc.dd. "composizione di supervisione" e "composizione FIU").

Il Consiglio Generale in composizione FIU è competente per l'adozione di tutti gli atti di portata generale per le materie attribuite al meccanismo, quali i progetti di norme tecniche, gli orientamenti, le raccomandazioni e i pareri relativi alle FIU. Parimenti, nella sua composizione di supervisione, il Consiglio Generale è altresì competente per l'adozione dei medesimi atti di portata generale; non rientrano invece nella competenza di tale organo tutte le decisioni sui singoli soggetti direttamente vigilati dall'AMLA, attribuite al Comitato Esecutivo,⁵ al fine di garantire la rapidità del processo decisionale.⁶

Infine, in termini di *accountability*, va evidenziato che la formazione del bilancio dell'Autorità avviene con il diretto coinvolgimento della Commissione europea e che la stessa Autorità è tenuta a trasmettere annualmente al Parlamento europeo, al Consiglio e alla Commissione una relazione sulla propria attività. Su

processo legislativo: qualche considerazione immagine alla regolamentazione delle lobbies, in DI GREGORIO-MUSSELLI (a cura di), *Democrazia, lobbying e processo decisionale*, Milano, 2015, p. 101 e ss., e SILVA, *The European Union's Revolution Door Problem*, in DIALER-RICHTER, *Lobbying in the European Union: Strategies, Dynamics and Trends*, Cham, 2019, p. 273-289.

⁵ Il Comitato Esecutivo è organo collegiale dell'AMLA, distinto dal citato Consiglio Generale e non rappresentativo delle autorità nazionali, competente per la pianificazione generale e l'esecuzione dei compiti conferiti all'Autorità e per la citata adozione delle decisioni riguardanti i soggetti obbligati selezionati.

⁶ In questi casi, il Consiglio Generale è chiamato a formulare un parere al Comitato Esecutivo in relazione a tutti i progetti di decisione.

richiesta del Parlamento europeo, il Presidente dell'AMLA è tenuto a prendere parte ad audizioni riguardanti le attività di supervisione svolte dall'Autorità. Inoltre, entro sei settimane da ogni riunione del Consiglio Generale, l'AMLA è tenuta a trasmettere al Parlamento europeo un resoconto dei lavori. Tuttavia, risultano esclusi dall'informativa i punti relativi a singoli soggetti obbligati o a dati riservati trattati nell'ambito della supervisione o dell'attività delle FIU.

3. Venendo a trattare più nel dettaglio il ruolo di supervisore della nuova Autorità, si ritiene utile evidenziare anzitutto la novità di maggiore interesse, costituita dalla supervisione diretta della nuova agenzia su taluni soggetti obbligati, selezionati secondo determinati criteri fissati dal Regolamento AMLA.

La supervisione diretta dell'AMLA consiste nel garantire il rispetto da parte dei soggetti obbligati selezionati degli obblighi loro applicabili secondo il diritto dell'Unione, a partire dall'AMLR (Anti-Money Laundering Regulation), nonché nell'effettuare revisioni e valutazioni a livello di singolo soggetto e di gruppo; ciò ha luogo per accertare, tramite richieste di informazioni, indagini generali e ispezioni in loco, se le politiche, le procedure e i controlli interni messi in atto siano adeguati a soddisfare i requisiti ad essi applicabili. Sulla base di tali revisioni saranno eventualmente imposti obblighi specifici, applicate misure amministrative, irrogate sanzioni pecuniarie e penalità di mora, peraltro poi oggetto di pubblicazione da parte della stessa AMLA.

Con riferimento a tali compiti, preme sottolineare l'importante ruolo affidato alla nuova agenzia, che da tale punto di vista, stante l'incidenza dei connessi poteri (specialmente quelli sanzionatori), sembra avvicinarsi più alla Banca Centrale Europea che alle tre Autorità Europee di Vigilanza – AEV (l'EBA, cioè l'Autorità bancaria europea, l'ESMA, cioè l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, e l'EIOPA, cioè l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali) che compongono il Sistema Europeo di Vigilanza Finanziaria (SEVIF),

salve le evoluzioni della normativa concernente queste ultime che sembrano affidare loro anche poteri ispettivi e sanzionatori.⁷

In coerenza con quest'ultimo rilievo, si evidenzia che in base al Regolamento AMLA la Corte di giustizia dell'Unione europea ha competenza giurisdizionale illimitata sulle decisioni dell'Autorità che impongono una sanzione pecuniaria o una penalità di mora. Tale organo può annullare, ridurre o anche aumentare l'importo della sanzione pecuniaria o della penalità di mora imposta.

Dal punto di vista soggettivo, la supervisione diretta viene esercitata su enti creditizi e finanziari o loro gruppi⁸, fino a un massimo di 40, selezionati alla luce dei

⁷ Nei limiti di questa sede, merita infatti di essere segnalata una tendenza del legislatore europeo che può essere riscontrata anche con riferimento alla nuova AMLA. Infatti, già dal Regolamento (CE) n. 1060/2009 il legislatore europeo, partendo dalla considerazione che le “agenzie” europee possono costituire, ai sensi dell'art. 114 TFUE, un caso specifico di “misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno”, ha affidato al Comitato delle Autorità europee di regolamentazioni dei valori mobiliari, c.d. “CESR”, poi sostituito dall'ESMA, poteri di vigilanza “ordinaria” sulle c.d. agenzie di rating del credito. Tali poteri consistono infatti in poteri di controllo e decisionali che tradizionalmente spettano alle Autorità di vigilanza nazionali. Invero, a partire dalla tenuta e gestione dell'elenco delle agenzie di rating del credito registrate, all'ESMA sono stati riconosciuti poteri di vigilanza informativa, in particolare il potere di chiedere informazioni direttamente ai soggetti vigilati, e di vigilanza ispettiva, in termini di poteri di indagini e di ispezioni, connessi al potere di irrogare sanzioni direttamente nei confronti dei soggetti vigilati. In aggiunta, simili poteri di vigilanza “tradizionali” sono stati affidati all'ESMA anche con riferimento agli amministratori di benchmark critici (cfr. art. 40 del Regolamento UE 2016/1011, sugli indici usati come indici di riferimento negli strumenti finanziari e nei contratti finanziari o per misurare la performance di fondi di investimento), ai repertori di dati sulle negoziazioni, detti anche “trade repositories”, ai securitization repositories e alle controparti centrali (cfr. Regolamento UE n. 648/2012 sugli strumenti derivati OTC, le controparti centrali e i repertori di dati sulle negoziazioni, c.d. “European Market Infrastructure Regulation” o “EMIR”). Come ultima evidenza della richiamata tendenza, occorre ricordare i poteri di vigilanza riconosciuti all'EBA in base al c.d. MICAR (*Markets in Crypto-Assets Regulation*, Regolamento UE n. 1114/2023), il quale in particolare ha investito tale agenzia europea di un potere di supervisione diretta sugli emittenti significativi di *asset-referenced tokens* (“ART”) e di *e-money tokens* (“EMT”), che le consente anche di richiedere informazioni agli emittenti, condurre indagini, effettuare ispezioni in loco, adottare misure di vigilanza e imporre sanzioni. Da questi rilievi circa la normativa riferita alle due agenzie europee emerge quindi più di qualche ragionevole dubbio che il legislatore europeo non si sia attenuto alla sua originaria impostazione che prevedeva, secondo l'art. 114 TFUE, l'attribuzione del potere di adottare solo “misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti”. Per maggiori dettagli sui poteri dell'ESMA, cfr. M. SIMONCINI, *I poteri quasi-normativi delle agenzie europee: le decisioni della European Securities and Markets Authority (ESMA)*, in *Osservatorio sulle fonti*, n. 3, 2020. Disponibile in: <http://www.osservatoriosullefonti.it>.

⁸ L'elenco di enti potenzialmente soggetti a supervisione diretta comprende, oltre agli enti creditizi, i cambiavalute (*bureau de change*), gli organismi d'investimento collettivo, i fornitori di credito diversi

loro elevati profili di rischio. Presupposto generale per la loro inclusione nel perimetro di supervisione diretta è che operino, tramite stabilimenti o come conseguenza della libera prestazione di servizi, in almeno sei Stati membri, compreso quello d'origine, indipendentemente dal fatto che le attività siano svolte da un'infrastruttura sul territorio in questione o a distanza.

Per la delimitazione del perimetro dei soggetti maggiormente rischiosi, l'Autorità è tenuta a effettuare, in collaborazione con i supervisori nazionali, una valutazione triennale dei predetti enti o gruppi di enti. Tale valutazione è condotta sulla base di un'apposita metodologia elaborata dall'Autorità, da presentare in forma di progetto di norme tecniche di regolamentazione alla Commissione entro il 1° gennaio 2026.

La metodologia dovrà essere costruita su categorie di fattori di rischio relativi a clienti, prodotti, servizi, operazioni, canali di distribuzione e zone geografiche, nonché poggiare sull'esame delle politiche, dei controlli e delle procedure interne messe in atto dai soggetti obbligati per ridurre il rischio intrinseco⁹. L'elenco dei soggetti obbligati selezionati dovrà poi essere pubblicato dall'Autorità senza indebito ritardo una volta completato il processo di selezione e l'Autorità iniziare la supervisione diretta dei soggetti obbligati selezionati sei mesi dopo la pubblicazione di tale elenco.

La vigilanza diretta dell'AMLA, pertanto, sarà una vigilanza "dinamica" anche dal punto di vista soggettivo, poiché essa è stata concepita per interessare le entità finanziarie transnazionali maggiormente rischiose, come periodicamente definite

dagli enti creditizi (ambito nel quale potrebbero rientrare, ad es., gli intermediari finanziari ex art. 106 del Testo Unico Bancario), gli istituti di moneta elettronica, le imprese di investimento, gli istituti di pagamento, le imprese di assicurazione vita, gli intermediari assicurativi vita, i prestatori di servizi per le crypto-attività e, infine, la categoria residuale e piuttosto generica degli "altri enti finanziari".

⁹ Il primo processo di selezione dovrà essere avviato entro il 1° luglio 2027 e concluso entro sei mesi, mentre l'effettivo avvio della supervisione diretta decorrerà sei mesi dopo la pubblicazione dell'elenco dei soggetti selezionati, per cui nel momento in cui si scrive la nuova Autorità non è ancora nell'esercizio delle sue funzioni di supervisione diretta. Successivamente, il processo di selezione dovrà essere svolto ogni tre anni a partire dalla data di avvio della prima selezione e, per ogni processo di selezione, concludersi entro sei mesi.

dall'Autorità stessa. Lascia però perplessi l'obbligo di pubblicazione dell'elenco dei soggetti obbligati selezionati, poiché il suo adempimento equivarrebbe a rendere pubblico indirettamente il carattere di rischio elevato di riciclaggio e finanziamento del terrorismo (AML/CFT) dei soggetti vigilati selezionati, che attualmente è informazione riservata condivisa solo tra le Autorità competenti.

Preme notare inoltre che il Regolamento AMLA, consente alle Autorità di vigilanza nazionali di presentare all'AMLA, in qualsiasi momento, una richiesta giustificata, affinché questa assuma la supervisione diretta nei confronti di un soggetto obbligato non selezionato. La richiesta potrà essere presentata solamente in circostanze eccezionali e temporanee, allo scopo di affrontare a livello dell'Unione un maggiore rischio di riciclaggio e finanziamento del terrorismo o la mancata conformità di un soggetto obbligato non selezionato e di garantire un'applicazione coerente di livelli di supervisione elevati.

Dalla supervisione diretta, poi, occorre distinguere quella indiretta. La nuova agenzia è stata investita infatti della responsabilità del funzionamento efficace e coerente del nuovo “sistema di supervisione AML/CFT” dell'Unione. Alla base di tale sistema il Regolamento AMLA pone un dovere di cooperazione in buona fede e un obbligo di scambio di informazioni tra l'AMLA e le Autorità nazionali, in coerenza del resto con il principio di leale cooperazione di cui all'art. 4 TUE e con quanto previsto dall'AMLR e dall'AMLD6.

In linea con tale impostazione, il Regolamento AMLA impone che per ciascun soggetto obbligato selezionato venga istituito un gruppo composto da personale dell'Autorità e dei supervisori nazionali del settore finanziario. A ciascun gruppo di supervisione congiunto sono affidati essenzialmente compiti di coordinamento tra le Autorità. Ma soprattutto, sempre in coerenza con il nuovo “sistema di supervisione” europeo in materia AML/CFT, è stato previsto che le Autorità di vigilanza nazionali mantengono piena responsabilità nella supervisione diretta sui soggetti obbligati non selezionati, rispetto ai quali l'attività dell'AMLA è volta a promuovere la convergenza

di approcci e metodologie, anche in relazione alla verifica del rispetto degli obblighi relativi alle sanzioni finanziarie mirate, al fine di innalzare i livelli di efficacia dell'azione di tali Autorità.

L'AMLA inoltre sarà chiamata a effettuare valutazioni periodiche direttamente sui supervisori nazionali del settore finanziario per assicurare che tutti costoro dispongano di risorse, poteri e strategie adeguati allo svolgimento dei loro compiti, configurandosi così una "supervisione sui supervisori" che cerca di rispondere alle divergenze nelle pratiche di vigilanza in materia AML/CFT registrate negli anni passati tra i Paesi Membri e ben segnalate dalla Commissione europea nel predetto piano di azione.

In più, per rafforzare il ruolo conformativo della vigilanza delle Autorità nazionali in una piena prospettiva di supervisione indiretta, occorre evidenziare che il Regolamento AMLA consente all'AMLA di formulare alle Autorità nazionali specifiche richieste di agire, sebbene in circostanze eccezionali e a seguito di indicazioni di violazioni gravi, ripetute o sistematiche della normativa AML/CFT da parte di un soggetto obbligato non selezionato. In particolare, in questi casi l'AMLA può chiedere al competente supervisore nazionale del settore finanziario di indagare su tali indicazioni, di prendere in considerazione l'irrogazione di sanzioni conformemente al diritto dell'Unione e persino di adottare una decisione individuale che imponga al soggetto di intraprendere tutte le azioni necessarie per rispettare gli obblighi che gli incombono a norma del diritto dell'Unione, tra cui la cessazione di ogni eventuale pratica. Ove il supervisore nazionale non si adegui, l'AMLA può chiedere alla Commissione europea di autorizzare il trasferimento temporaneo ad essa dei compiti e dei poteri pertinenti.¹⁰

¹⁰ Tale potere dell'AMLA va tenuto distinto quindi dalle misure che la stessa AMLA può applicare in caso di carenze sistematiche di supervisione da parte delle Autorità di vigilanza nazionali. In tal caso, infatti, l'AMLA, dopo un'indagine su una potenziale violazione del diritto dell'Unione e se dispone di indizi su tale violazione, può trasmettere al supervisore nazionale una raccomandazione. Ove l'Autorità nazionale non si adegui alla raccomandazione, è previsto un intervento della Commissione

Risulta dunque evidente la differenza rispetto all'art. 6 del Regolamento UE n. 1024/2013, istitutivo del MVU, in cui è previsto che sia la BCE a poter decidere, in qualunque momento e "allorché necessario per garantire l'applicazione coerente di standard di vigilanza elevati", di avocare a sé la vigilanza diretta su enti creditizi originariamente al di fuori del suo perimetro di controllo (banche c.d. "meno significative", o "*less significant*").

4. Alla luce della sia pur breve disamina dei compiti e poteri della nuova Autorità, per rispondere al primo degli interrogativi sopra posti sembra utile prendere le mosse proprio dalla natura giuridica della nuova AMLA.

Il richiamo dell'art. 114 TFUE nell'incipit del Regolamento AMLA, così come nel Considerando 2 dello stesso Regolamento, consente agevolmente di inquadrare la stessa come una nuova agenzia europea che, stante tale rinvio normativo, dovrebbe contribuire "*al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno*" (art. 114, par. 1, TFUE).

Alla luce della manifesta volontà del legislatore europeo, preme osservare che i compiti e i poteri attribuiti alla nuova AMLA non si limitano solo a contribuire ad una maggiore armonizzazione tra gli ordinamenti giuridici dei Paesi Membri, stante la sua capacità, per ora con riferimento solo ai soggetti obbligati selezionati, di intervenire anche direttamente nei loro confronti con indagini, ispezioni e finanche sanzioni.

Pertanto, non si tratta più solo di "armonizzare" il diritto, bensì anche di "determinarlo", attraverso l'esercizio di poteri dal contenuto discrezionale.

Ci si chiede, dunque, se i compiti e i poteri affidati alla nuova AMLA siano coerenti con la veste di nuova agenzia europea che le è stata assegnata, dovendo diversamente ritenere che, stante tale veste, quei compiti e quei poteri siano

europea, anche di propria iniziativa, in forma di parere formale, cui l'Autorità nazionale dovrà conformarsi.

eccessivi o comunque non coerenti.

Come è intuibile, la questione giuridica sottesa all'interrogativo appena posto riguarda l'estensione dei poteri che possono essere delegati dal Parlamento europeo e dal Consiglio alle agenzie europee alla luce del diritto dell'Unione europea, per stabilire il confine superato il quale si rende necessario riflettere su una impostazione ad esse alternativa, se possibile.

Partendo dai Trattati europei, occorre notare che, sebbene il Trattato di Lisbona abbia introdotto per la prima volta il concetto di delega all'articolo 290 TFUE, esso non ne ha fornito una definizione. Inoltre, il medesimo Trattato non ha disciplinato espressamente la possibilità di delegare poteri alle agenzie, la natura di tali poteri e gli atti adottati dalle stesse, essendo così dibattuta la tipologia di poteri che le agenzie possono esercitare (discrezionali o meramente esecutivi, vincolanti o consultivi).

Per altro verso, bisogna notare che l'art. 114, par. 1, TFUE, al quale tradizionalmente viene riportata l'istituzione delle agenzie europee, presenta una formulazione piuttosto generica, che non consente di affermare con immediatezza e certezza che essa si riferisca (anche) alle agenzie. E anzi, a dire il vero, l'unica figura alla quale sembra che esse possano essere ricondotte sembra quella degli "organismi dell'Unione europea", poiché le agenzie europee non vengono citate in alcuna parte dei Trattati, fatta eccezione per la c.d. Agenzia europea per la difesa e l'Agenzia spaziale europea.

Tale disposizione, inoltre, non consente di ritenere che l'attribuzione alle agenzie di poteri discrezionali, pur ammettendo che siano in tutto verificabili dalle indagini della Corte di Giustizia nonostante il loro elevato tecnicismo, possa rientrare tra le *"misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il*

funzionamento del mercato interno” citate dall’art. 114, par. 1, TFUE.¹¹

Un punto di riferimento per questa discussione può essere allora la giurisprudenza della Corte di Giustizia dell’Unione Europea (CGUE) sviluppata su tale argomento, in particolare l’analisi delle sentenze “Meroni” del 1956 ed “ESMA” del 2012.

Fino alla sentenza “ESMA”, infatti, la dottrina giuridica all'interno delle istituzioni europee era dominata dalla cosiddetta dottrina “anti-delega” o, più precisamente, della “delega limitata”, derivante dalla giurisprudenza Meroni degli anni '50.¹² Secondo tale dottrina (c.d. “dottrina Meroni”), la delega di poteri alle agenzie dell’UE era ammessa solo alle seguenti condizioni: l’Autorità delegante non può delegare poteri più ampi di quelli di cui essa stessa dispone; possono essere delegati solo poteri strettamente esecutivi; non possono essere delegati poteri discrezionali; l’esercizio dei poteri delegati non può essere esente dalle condizioni alle quali sarebbero stati soggetti se esercitati direttamente dall’Autorità delegante, in particolare l’obbligo di motivazione delle decisioni e il controllo giurisdizionale; i

¹¹ Non si intende dunque mettere in discussione quanto precisato nei Considerando di ciascuno dei tre Regolamenti istitutivi delle c.d. Autorità Europee di Vigilanza (i.e., EBA, ESMA, ed EIOPA), per cui l’art. 114, par. 1, TFUE consentirebbe anche l’istituzione di nuove agenzie europee secondo quanto confermato dalla Corte di Giustizia dell’Unione europea. Quest’ultima, infatti, nella sentenza 2 maggio 2006, causa C-217/04 (Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del Nord v. Parlamento europeo e Consiglio dell’Unione europea), espressamente richiamata nei predetti Considerando, ha statuito che “*nulla nel tenore testuale dell’art. 95 CE (attuale articolo 114 del TFUE) permette di concludere che i provvedimenti adottati dal legislatore comunitario sul fondamento di tale disposizione debbano limitarsi, quanto ai loro destinatari, ai soli Stati membri. Può infatti rendersi necessario prevedere, sulla scorta di una valutazione rimessa al detto legislatore, l’istituzione di un organismo comunitario incaricato di contribuire alla realizzazione di un processo di armonizzazione nelle situazioni in cui, per agevolare l’attuazione e l’applicazione uniformi di atti fondati su tale norma, appaia appropriata l’adozione di misure di accompagnamento e di inquadramento non vincolanti*”. A sollevare qualche dubbio, invece, è proprio tale ultima precisazione della CGUE, sul carattere non vincolante delle misure da adottarsi, specialmente se associato a poteri discrezionali, come quelli riconosciuti all’AMLA (e alle altre agenzie europee del settore finanziario).

¹² Corte di Giustizia dell’Unione Europea, casi n. 9/56 e n. 10/56, “Meroni v. High Authority of the European Coal and Steel Community” [1957–1958]. Va notato che la sentenza “Meroni” ha riguardato la CECA, ma la sua applicabilità ai Trattati dell’UE è stata poi generalmente accettata. Sul punto, LENAERTS, *Regulating the Regulatory Process: “Delegation of Powers” in the European Community*, in *European Law Review* 18, no. 1, 1993, pp. 23-49. Tale applicabilità è stata anche confermata dalla stessa CGUE; al riguardo, cfr. casi congiunti C-154/04 e C-155/04, “Alliance for Natural Health and Others”.

poteri delegati rimangono soggetti alle condizioni stabilite dall'Autorità delegante e alla sua costante supervisione.

In ultima analisi, va notato che queste condizioni miravano a garantire che l'equilibrio istituzionale dell'Unione europea non venisse alterato attribuendo a istituzioni non politiche poteri che sarebbero stati più appropriati per un'istituzione democratica come il Parlamento europeo o il Consiglio dell'UE.¹³

Questo pensiero ha dominato la letteratura e la pratica giuridica per molti anni. Tuttavia, a partire dai primi anni 2000 è emerso un contrasto all'interno della Commissione europea, in cui le Direzioni Generali riconoscevano sempre più la necessità di conferire maggiori poteri alle agenzie in considerazione della crescente complessità dei compiti dell'UE, mentre il Servizio giuridico della Commissione cercava di attenersi a un'interpretazione rigorosa della dottrina Meroni.¹⁴

Non sorprende quindi che negli anni a seguire la realtà legislativa abbia mostrato un atteggiamento molto più indulgente nei confronti della delega di poteri. Ne sono stati un esempio piuttosto evidente gli ampi poteri di esecuzione e di intervento conferiti alle tre Autorità di vigilanza costituenti il SEVIF.¹⁵ E sono stati peraltro proprio i poteri di intervento conferiti all'ESMA, in particolare, ad aver costituito l'oggetto del caso che, nel 2012, ha dato luogo alla c.d. sentenza "ESMA"¹⁶.

Dopo oltre cinquant'anni di dibattito dottrinale, infatti, la Corte di Giustizia UE venne chiamata a pronunciarsi sull'attualità della giurisprudenza Meroni nel contesto di tale caso e, va detto, le riflessioni all'epoca compiute dalla Corte, nonché gli interrogativi che esse hanno posto e continuano ancora oggi a porre, possono agevolmente estendersi alla nuova AMLA, stanti gli ampi compiti e poteri di

¹³ Sul punto, per maggiori dettagli, cfr. anche JOERGES-SCHEPEL-VOS, *The Law's Problems with the Involvement of Non-governmental Actors in Europe's Legislative Processes: The Case of Standardisation under the 'New Approach'*, in *EUI Working Paper*, Law 99/9.

¹⁴ Cfr. MAJONE, *Delegation of Regulatory Powers in a Mixed Polity*, in *European Law Journal* n. 8/2008, p. 319 e ss.

¹⁵ Nei limiti di questa sede, si rimanda per maggiori dettagli alla precedente nota 6.

¹⁶ Corte di Giustizia dell'Unione Europea, caso 270/12, "UK v. Council and European Parliament".

intervento che le sono stati riconosciuti.

La sentenza “ESMA” può essere interpretata come un adattamento della dottrina Meroni al contesto del XXI secolo e alle modifiche costituzionali introdotte dal Trattato di Lisbona.

La Corte infatti ha riconosciuto che, nel rispetto delle garanzie previste dai Trattati, la delega di poteri discrezionali alle agenzie, seppur limitata, possa essere accettata quando riguardi agenzie create dal legislatore dell'UE, dunque quando si tratti di “organismi dell'Unione”, e soggette perciò a controllo giurisdizionale della stessa Corte, in base agli artt. 263 e 277 TFUE. Sembra così che la Corte abbia proposto un'interpretazione del principio dell'equilibrio istituzionale che pone fortemente l'accento sull'importanza della tutela degli interessi dei singoli soggetti all'interno dell'UE, garantita dal controllo giurisdizionale. Garanzia che, come si è visto sopra, è presente anche per le decisioni della nuova AMLA.

Tuttavia, pur ritenendo che i poteri dell'ESMA non siano totalmente discrezionali, la Corte, a parere di chi scrive, sembra aver ignorato la circostanza che l'esercizio di poteri discrezionali delegati può comportare importanti scelte politiche, economiche o sociali, nel caso specifico da parte dell'ESMA, ma lo stesso dicasi anche per l'AMLA.

In altri termini, sembra illusorio pensare che i compiti discrezionali “scientifici” conferiti alle agenzie, specialmente in settori come quello finanziario, siano meramente tecnici e non comprendano questioni politiche.¹⁷

Non a caso sia in letteratura¹⁸ sia in alcuni approfondimenti del Parlamento

¹⁷ Peraltro, sebbene la decisione abbia favorito lo sviluppo delle agenzie, va osservato che la stessa non tenne conto di alcune decisioni del Tribunale, come quelle nei casi “Schröder” (Caso T-187/06, Schröder v CPVO) e “Rütgers” (Caso T-96/10, Rütgers Germany GmbH v. ECHA), che riconobbero un'ampia discrezionalità alle agenzie dell'UE in materia di scelte politiche, economiche e sociali, accompagnata da una limitata revisione giurisdizionale delle loro decisioni, il che mise e mette in luce l'urgenza di rafforzare i meccanismi di responsabilità per garantire una governance più trasparente e democratica nell'UE.

¹⁸ Cfr. EVERSON, *Good Governance and European Agencies: The Balance*, in GERADIN-PETIT-MUNOZ, *Regulation through Agencies in the EU: A New Paradigm for European Governance*, Cheltenham, 2005, p. 141 e ss.

europeo¹⁹ è stata riconosciuta la necessità di una “amministrazione politica” e avanzata la richiesta di “reintrodurre la politica nella sfera apolitica della regolamentazione economica”.

In conclusione, l’attribuzione di poteri discrezionali alla nuova agenzia europea specializzata in materia AML/CFT non sembra pienamente coerente con la lettera dei Trattati europei, sia perché tale organismo non è espressamente previsto dagli stessi Trattati, sia perché, pur consentendone l’istituzione come “organismo dell’Unione”, l’esercizio da parte di esso di tali poteri produce un deficit democratico a livello europeo, essendo ben altre le istituzioni europee in possesso di quell’investitura democratica che è irrinunciabile per il loro operare. Tuttavia, la soluzione scelta dal legislatore europeo di affidare tali poteri alla nuova AMLA sembra coerente con la giurisprudenza della CGUE sviluppatasi a partire dal testo dei Trattati.

Sorge il timore, però, che potrebbe trattarsi di un’ulteriore evoluzione dell’Unione europea, al pari delle prassi e procedure consolidate all’interno delle Istituzioni europee²⁰, rappresentando in tal senso, una vera e propria forzatura dei predetti testi.

5. Oltre al profilo appena esaminato, il secondo degli interrogativi sopra posti è quello se l’AMLA rappresenti una soluzione istituzionale davvero adeguata alle esigenze manifestate dal legislatore europeo, a partire dal piano d’azione della Commissione europea. Ciò tenendo conto del fatto che, per raggiungere il simile obiettivo di uniformare in Europa la vigilanza prudenziale delle banche e seppure con procedura legislativa speciale grazie alla norma speciale dell’art. 127, par. 6, TFUE, lo stesso legislatore europeo è stato in grado invece di affidare tale esigenza a una

¹⁹ EPRS | European Parliamentary Research Service, “EU Agencies, Common Approach and Parliamentary Scrutiny”, novembre 2018. Non può non notarsi che, nonostante siano ormai trascorsi diversi anni da tale studio, lo stesso Parlamento europeo, approvando anche l’*AML Package*, ha contribuito a preservare l’impostazione istituzionale criticata nei suoi studi, il che mostra un chiaro sintomo di inefficienza dell’Unione europea e delle sue istituzioni.

²⁰ In tal senso, sia consentito il rinvio alla precedente nota 4.

diversa soluzione istituzionale, quale la BCE, che è un'Istituzione europea.

A tal proposito, sembra utile partire dalla relazione che ha accompagnato la proposta di Regolamento istitutivo dell'AMLA.²¹ In quella sede, infatti, si dà evidenza del fatto che nel corso dei lavori preparatori sono state individuate ed esaminate diverse ipotesi di supervisione AML/CFT in ambito europeo (tra cui spicca quella di accentrare in capo a una nuova Autorità europea la supervisione antiriciclaggio nei confronti di tutti i soggetti obbligati) e di cooperazione e scambio di informazioni tra le FIU (tra l'altro, quella di creare una FIU a livello UE in sostituzione delle FIU nazionali).

L'attribuzione di tali compiti ad una nuova Autorità è stata ritenuta la soluzione preferibile. A seguito di una valutazione di impatto compiuta dalla Commissione europea, l'opzione che prevedeva l'assegnazione dei nuovi compiti a organismi esistenti, specialmente l'EBA, è stata invece non ritenuta percorribile per diverse motivazioni, peraltro con il parere discorde della dottrina.²² Infatti, le questioni sollevate in merito alla governance dell'EBA avrebbero potuto essere superate con specifici interventi correttivi, al pari di quelli già realizzati col Regolamento UE 2019/2175 per affidare all'EBA taluni compiti in materia AML/CFT con la revisione del suo Regolamento istitutivo. Inoltre, va notato che nella predetta relazione non è stata in alcun modo presa in considerazione anche l'ipotesi di affidare la supervisione AML/CFT alla BCE, sebbene già la predetta dottrina abbia avuto occasione di osservare che la materia AML/CFT si è così evoluta nei 30 anni dalla sua introduzione nel diritto dell'Unione da essere venuta a coinvolgere anche soggetti non finanziari, per i quali certamente le competenze della BCE, al pari di quelle dell'EBA, potrebbero risultare perennemente carenti.

A ciò possono aggiungersi le considerazioni espresse dalla stessa BCE nel suo

²¹ Cfr. qui: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52021PC0421>.

²² URBANI, *Verso la centralizzazione della supervisione antiriciclaggio?*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, Supplemento al n. 1/2022, p. 172 e ss.

parere rilasciato sulla proposta di Regolamento istitutivo dell'AMLA²³, stante l'incidenza delle nuove disposizioni in esso contenute sui compiti della BCE in materia di vigilanza prudenziale degli enti creditizi²⁴ e fermo restando che i Considerando 28 e 29 del Regolamento UE n. 1024/2013, istitutivo del MVU, escludono espressamente la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo dalla competenza della BCE.

Il primo dei rilievi mossi dalla BCE ha riguardato i criteri per l'individuazione dei soggetti obbligati selezionati. L'Istituzione, infatti, ha suggerito da subito di modificarli per estendere il bacino di soggetti obbligati sottoposti a supervisione diretta da parte dell'AMLA, per tre ordini di motivi: promuovere una cultura di supervisione davvero comune; far convergere maggiormente le prassi di supervisione AML/CFT; garantire un'efficace interlocuzione interistituzionale.

Su quest'ultimo punto, la BCE ha osservato che, in base ai criteri di selezione formulati nella proposta di Regolamento, la stessa Istituzione si sarebbe trovata a interloquire di volta in volta con diverse Autorità, l'AMLA o quelle nazionali, non in modo fisso stante la dinamicità insita nei predetti criteri (focalizzati come sono, oltre che sul profilo geografico dell'attività dei soggetti obbligati, sul livello di rischio dei soggetti obbligati, continuamente variabile).

Altri rilievi formulati sempre dall'Istituzione risultano invece essere stati in larga misura accolti, specialmente con riferimento ai contenuti e alle modalità di cooperazione tra l'AMLA, da un lato, e la BCE e le AEV del SEVIF, dall'altro, soprattutto per evitare sovrapposizioni, nonché con riguardo ai processi impiegati nella supervisione diretta e indiretta (cfr. ad es. la proposta di costituire gruppi di vigilanza

²³ Parere della Banca Centrale Europea del 16 febbraio 2022, relativo a una proposta di regolamento che istituisce un'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo, nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea 2022/C210/05.

²⁴ La BCE ha infatti osservato che *“considerare gli esiti della supervisione AML/CFT è importante per l'assolvimento dei compiti di vigilanza prudenziale della BCE quando la BCE tiene conto delle informazioni ricevute nelle pertinenti attività di vigilanza prudenziale, compresi i processi di valutazione e revisione prudenziale, le valutazioni dell'adeguatezza dei dispositivi, dei processi e dei meccanismi di governance degli enti e le valutazioni dell'idoneità dei membri degli organi di amministrazione dei soggetti vigilati”*, fermi restando i più generali obblighi di cooperazione tra le autorità del settore finanziario.

congiunti) e al passaggio di competenze dall'EBA all'AMLA.

È parere di chi scrive che le osservazioni della BCE sui criteri di selezione dei soggetti obbligati inclusi nella supervisione diretta dell'AMLA costituisce però un forte stimolo a una riflessione di adeguatezza di carattere ben più generale, poggiata sull'attuale contesto geopolitico internazionale. Si ritiene infatti che tale contesto, frutto di un costante processo di deglobalizzazione che sta portando a un mondo diviso in "blocchi"²⁵, ormai imponga all'Unione europea una inevitabile alternativa, ovvero se unificarsi definitivamente, anche sul piano politico, o lasciare che la sua frammentazione ne comporti il lento e inesorabile declino.²⁶ Ove si intenda perseguire la prima soluzione, come si crede debba intendersi, si ritiene indispensabile una unificazione anche della regolamentazione e della supervisione, anche in materia AML/CFT. E ciò senza andare a intaccare l'esigenza di una nuova Autorità, stanti le peculiarità della materia, che ormai abbraccia sia il settore finanziario che il settore non finanziario.

Per altro verso, e in aggiunta a quanto appena rilevato, va notato che è stato

²⁵ Per dare una evidenza più recente del fenomeno della deglobalizzazione nel settore finanziario, può notarsi che già prima dell'elezione di Trump, in particolare il 10 settembre 2024, il vicepresidente della Fed Michael S. Barr, in uno speech presso il Brookings Institute, ha proposto alcune varianti a "Basel 3 Endgame" (così è stato ridenominato negli USA il pacchetto "Basilea 3+", anche detto "Basilea 4", stante la sua "pericolosità" per il settore bancario americano), che interessano specialmente i requisiti patrimoniali degli istituti bancari americani a maggior capitalizzazione (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/barr20240910a.htm>). Ciò mentre in Europa il legislatore europeo ha deciso di seguire piuttosto fedelmente lo schema previsto da Basilea 4, di fatto riducendo la capacità delle banche europee di competere a livello internazionale. Per questo motivo i responsabili delle Finanze dei governi di Francia, Germania e Italia, in una lettera alla Commissione europea, hanno avanzato una formale richiesta di semplificare le regole del settore bancario europeo. Intanto, il 17 gennaio 2025 la Prudential Regulation Authority (PRA) britannica, dopo aver consultato il Ministero delle Finanze, ha prorogato al 1° gennaio 2027 l'entrata in vigore di Basilea 4 nel Regno Unito, con ciò di fatto già allineandosi alla presa di posizione americana.

²⁶ È indubbio, infatti, che l'Unione europea stia attraversando ormai da anni una crisi d'identità, o "esistenziale", per voler utilizzare le parole pronunciate dal Presidente della Commissione Junker nel discorso sullo stato dell'Unione del 2016. Questa sede non consente di ripercorrere gli snodi del percorso che ha prodotto tale crisi, forse iniziata col Trattato di Lisbona, che ha coperto il fallimento della Costituzione europea. Una crisi che si è acuita con la Brexit, il Covid e, da ultimo, con il conflitto russo-ucraino, che ha messo in discussione l'assetto energetico dell'Unione, senza tralasciare il secondo mandato presidenziale statunitense affidato a Trump, che per l'Unione europea rappresenta una possibile sfida, o forse una minaccia.

proprio il crescente carattere transfrontaliero dei fenomeni di riciclaggio ad aver indotto la Commissione europea a immaginare una evoluzione europea della supervisione in materia, a testimonianza diretta della ormai quasi compiuta integrazione delle economie europee, un'integrazione economica che ancora sconta le asimmetrie nazionali derivanti dall'assenza di un'integrazione politica.

Volendo calare queste brevi considerazioni nel quadro giuridico finora trattato, appare dunque evidente che non vi sia più la necessità di “armonizzare” o “ravvicinare” gli ordinamenti giuridici nazionali, motivazione che recentemente ha portato alla nascita della (ennesima) agenzia europea, specializzata in materia AML/CFT. Diversamente, potrebbe dirsi ormai impellente l'esigenza di una unificazione degli ordinamenti, che nel settore bancario a ben vedere è già iniziata con l'Unione Bancaria, ma senza essere completata (stante la mancata compiuta realizzazione del terzo pilastro dell'UBE), e che nel mercato dei capitali è ancora ricercata. Tali riflessioni del resto trovano un naturale riflesso nel Rapporto sul futuro della competitività europea di Mario Draghi, del 26 settembre 2024, in cui è stato chiaramente evidenziato come il settore bancario e finanziario europeo siano altamente frammentati²⁷, sul piano sia regolatorio che di vigilanza, con la conseguenza di penalizzare la competitività delle imprese bancarie e finanziarie europee e di produrre a loro carico elevati costi di compliance²⁸, che peraltro inevitabilmente ricadono sulle imprese e sui consumatori clienti.

Alla luce di tutte queste considerazioni, la formula proposta dal legislatore europeo per la nuova AMLA sembra inadeguata perché già obsoleta.

Tuttavia, al contempo si è consapevoli che l'elaborazione di un nuovo modello di supervisione, anche AML/CFT, davvero unificato e che non lasci spazio alle

²⁷ A dire il vero, il concetto di “frammentazione” compare in tantissimi ambiti del Rapporto, non solo in quello finanziario, a testimonianza della crisi dell'idea stessa di Unione europea. Cfr. DRAGHI, *The future of European competitiveness, Part B | In-depth analysis and recommendations*, 2024.

²⁸ Cfr. anche European Commission, *Study on the costs of compliance for the financial sector – Final report*, 2020.

discrezionalità nazionali, nonché del tutto sganciato dal modello delle agenzie europee poiché intrinsecamente incompatibile con i poteri richiesti (cfr. par. precedente), richiederebbe prima una revisione dei trattati europei, capace di delineare un nuovo assetto istituzionale europeo. Per questo motivo, il lavoro delle istituzioni europee sarebbe dovuto e dovrebbe essere teso principalmente a favorire il percorso che conduce a questo importante banco di prova dell'Unione europea, senza essere disperso in progettazioni istituzionali, come quella della nuova AMLA, che purtroppo non sembrano allineati ai tempi. E, si badi bene, una maggiore unificazione non vuol dire necessariamente abdicare a forme di proporzionalità della regolamentazione e della supervisione legate alle specificità e alle tradizioni geografiche.

In definitiva, la nuova AMLA appare rivelare l'inadeguatezza dei Trattati europei nella risposta ad una esigenza reale di unificazione politica, della regolamentazione e della supervisione, esigenza che deriva dall'ormai sempre più diffuso carattere transfrontaliero dei fenomeni di riciclaggio, sviluppatosi grazie alla evoluta integrazione dei mercati europei.

Marco Agoglia

L'INTELLIGENZA ARTIFICIALE IN FINANZA: IL RAPPORTO TRA UOMO ED ALGORITMO *

(Artificial Intelligence and the human factor in corporate governance)

ABSTRACT: *Il presente contributo si concentra sul rilievo che ad oggi l'intelligenza artificiale assume nell'ambito del diritto, per poi proporre una definizione giuridica. L'indagine si concentra sulle concrete applicazioni nei modelli di corporate governance e sui profili di responsabilità connessi ai processi decisionali automatizzati, concludendosi con una valutazione dei rischi derivanti dall'utilizzo di suddette nuove tecnologie.*

This paper focuses on the relevance that artificial intelligent currently holds within the legal domain, and subsequently proposes a legal definition of the phenomenon. The analysis examines its concrete applications within corporate governance models and the liability issues arising from automated decision-making processes, concluding with an assessment of the risks associated with the use of such emerging technologies.

SOMMARIO: 1. L'intelligenza artificiale: ossimoro o realtà? - 2. La natura giuridica delle decisioni dell'intelligenza artificiale. - 3. Il riparto di responsabilità: verso la nascita di una nuova personalità. - 4. Verso una nuova *corporate governance*. - 5. Le applicazioni pratiche dell'IA. - 6. Il *credit scoring*. - 7. I rischi derivanti dall'utilizzo di IA.

1. Il termine intelligenza trae origine dalla parola latina *intelligentia* – *intelligere*, ovvero comprendere – e designa l'insieme di tutte quelle facoltà psichiche e mentali che permettono all'essere umano di pensare, comprendere, orientarsi e affrontare la vita quotidiana. Sin da subito, si noti come il concetto stesso di

* Contributo approvato dai revisori.

intelligenza è sempre stato oggetto di una serie di speculazioni, volte ad esplorarne non solo la dimensione razionale, ma anche – se non soprattutto – la sua capacità di intreccio con le sfere emotive ed etiche dell'individuo.¹ Sicché l'accostamento dei termini intelligenza ed artificiale, quando l'espressione si affaccia per la prima volta nel linguaggio comune², ha rappresentato per molti una contraddizione in termini, un artificio, un ossimoro. Tralasciando per un momento le specificazioni sul significato del significante, l'emergere delle cd. macchine intelligenti ha impresso nel mondo contemporaneo – e di conseguenza nel panorama giuridico – un cambiamento del paradigma radicale e irreversibile, al punto da potersi configurare come vero e proprio *anno domini*.

Sin da prima il loro avvento, la tecnologia era percepita esclusivamente come uno strumento nelle mani dell'uomo. Con la nascita di suddette innovazioni si infrange questa concezione: la macchina non è più serva, ma diventa soggetto attivo, capace di decidere, agire e trasformare scardinando definitivamente il tradizionale rapporto di subordinazione rispetto all'essere umano.³ Occorre al contempo precisare che il termine intelligenza artificiale non indica in maniera univoca un'unica tipologia di tecnologia, anzi è definibile, volendo utilizzare un'espressione inglese, come un *umbrella term*, ovvero parola contenitore, che ingloba modelli differenti di tecnologie cui talvolta appare difficile identificare il minimo comune denominatore,

¹ A titolo meramente esemplificativo e senza pretesa di esaustività già ARISTOTELE individuava l'intelligenza (*nous*) come qualcosa che implica la capacità di comprendere il sensibile; KANT riteneva che l'intelletto fosse vuoto senza la sensibilità; HEHEL vede nell'intelligenza il momento vivente dello Spirito che si realizza nel concreto; SCHELER distingue l'intelligenza tecnica dalla vera conoscenza, radicata nei valori e nel sentimento.

² Il termine è stato coniato per la prima volta nel 1955 da JOHN MCCARTNEY durante il Dartmouth Summer Research Project. L'intento era quello di esplorare la possibilità di descrivere formalmente e replicare mediante macchine tutti quegli aspetti dell'apprendimento e dell'intelligenza – come il ragionamento, la comprensione e lo sviluppo del linguaggio – che, fino a allora, erano considerati ad appannaggio esclusivo dell'uomo.

³ Cfr. ABRIANI-SCHEINDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, Bologna, 2021, p. 44 ss.; GILL, *Modern Technology: Servant and Master*, in *Radix Matrix*, 2003, p. 4 ove per l'autore la perdita di servilità trova la sua ragion d'essere nell'odierna dipendenza che l'essere umano ha, nella vita di tutti i giorni, nei confronti degli strumenti tecnologici, da qui il rovescio del rapporto di subordinazione in esame.

seppur ad oggi – secondo l’opinione maggioritaria – questo risiede nella capacità della macchina non soltanto di auto apprendere, cd. capacità di *machine learning*, ma soprattutto di prendere spontaneamente delle decisioni sulla base di nozioni auto apprese.⁴

Ora la possibilità di discussione circa il reale carattere intelligente delle macchine può avere sicuramente degli interessanti risvolti etici che, ad avviso di chi scrive, non debbono essere trascurati. Numerosi pensatori si sono confrontati, con acume e lungimiranza, su quanto sia opportuno – e fino a che punto prudente – affidare alle macchine compiti che presuppongono discernimento, responsabilità e capacità di giudizio.

Anche quando l’intelligenza artificiale riesce ad imitare perfettamente il comportamento umano, permane una distanza incolmabile tra una prestazione tecnica e un atto – non inteso in senso giuridico – squisitamente umano.⁵ Ed è proprio su questa ambiguità che si gioca la sfida più profonda tra uomo e macchina. Tuttavia, in un mondo sempre più permeato dalla tecnologia, il giurista non può permettersi di restare inerte. Al contrario è chiamato a raccogliere questa sfida e a guidare un’evoluzione del diritto capace di offrire risposte univoche e coerentemente

⁴ Cfr. CERRATO–CULASSO–CROCCO, “*Handle with care*”. *Per una governance dell’intelligenza artificiale nell’impresa: rischi, tecniche di gestione, assetti cibernetici*, in Riv. Soc, n. 2-3, 2023, p. 378 ss. ove gli autori sottolineano che suddetta capacità non soltanto sia caratterizzante l’IA ma la diversifichi profondamente rispetto ad altre macchine. A differenza di queste ultime infatti l’IA è in grado di assumere decisioni che non si esauriscono nell’esecuzione automatica di istruzioni predefinite, ma che mostrano un significativo grado di autonomia, adattività e originarietà. Tali decisioni pur basandosi su un algoritmo, possono evolversi in modo dinamico in risposta a contesti nuovi e complessi, rendendo l’IA un agente tecnologico dotato di una capacità operativa potenzialmente creativa e non meramente reattiva; MONTAGNANI, *Il ruolo dell’intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, p. 16 ss. ove per l’autrice l’elemento identificativo è quello di elaborazione dei dati non solo per adottare decisioni ma per imitare, quanto più possibile, l’intelligenza e il comportamento umano.

⁵ Per una critica pungente all’intelligenza artificiale v. SARLE (Trad. CONDELLO), *Intelligenza artificiale e pensiero umano. Filosofia per un pensiero nuovo*, Roma, 2023 ove si sottolinea come l’assenza di intenzionalità e di coscienza delle macchine renda impossibile qualsiasi forma autentica di comprensione delle decisioni assunte. Il punto centrale del ragionamento è rappresentato dall’esperimento della Stanza Cinese che mostra come la semplice simulazione di un processo cognitivo – in questo caso la conoscenza della lingua cinese – non corrisponda a una reale comprensione del contenuto.

applicabili a fenomeni sempre più esistenti.⁶

2. In suddetto contesto, il valore – prim'anche morale e successivamente giuridico – delle decisioni della macchina intelligente riveste un'importanza primaria. Le scelte generate da un algoritmo, mai frutto del caso ma esito di processi computazionali determinati, assumono valenze profondamente diverse a seconda che vengano successivamente mediate da un intervento umano o che producano effetti giuridici diretti. Non è casuale la circostanza di chi si è interrogato sulla possibilità di far rientrare le medesime all'interno della più ampia categorie dei fatti o, a contrario, degli atti giuridici.⁷ Collocando le stesse all'interno della più ampia categorie di fattispecie giuridiche, che per definizioni si connotano per l'assenza di espressione di volontà dell'essere umano, le decisioni sono assimilabili a qualsiasi altro evento, con la sola particolarità di suggerire una scelta all'uomo, il quale resta libero di accoglierla o meno. Tuttavia, la ricostruzione in parola solleva due principali criticità: in primo luogo vi sono casi concreti in cui l'essere umano, per sua natura, tende a assecondare passivamente le decisioni di una macchina percepita come infallibile; in secondo luogo, esistono delle situazioni in cui di fatto la decisione dell'IA si sostituisce a quella dell'uomo. La questione, forse, andrebbe capovolta. Ha davvero senso applicare meccanicamente le categorie giuridiche anzidette per etichettare nell'uno o nell'altro senso le decisioni automatizzate? Più che compiere tale sforzo sarebbe forse più corretto chiedersi quanto l'ordinamento giuridico sia realmente consapevole – e pronto a riconoscere – che queste decisioni, nella loro efficacia concreta, operano come veri e propri atti giuridici.⁸ E si noti che la diversificazione in esame non ha valore meramente nominale, ma impatta fortemente su di un piano

⁶ Cfr. GIANOLA, *Evoluzione e diritto*, in *Riv. Dir. civ.*, n.2 1997, p. 447 ss., ove l'autore, seppur in un contesto diverso, sottolinea come l'evoluzione del diritto non sempre è governata da leggi squisitamente giuridiche ma molto spesso anche da leggi naturali.

⁷ ABRIANI-SCHEINDER, *op. cit.*, p. 51 e ss.

⁸ ABRIANI-SCHEINDER, *op. cit.*, p. 54 e ss.

giuridico. Ancora una volta, sulla base della teoria generale del diritto, il fatto per esser produttivo di effetti richiede un'unica condizione: il suo verificarsi. Discorso che non è applicabile nelle ipotesi degli atti giuridici ove invece per la produzione di effetti è richiesta una manifestazione di volontà, tendenzialmente riferibile all'uomo, che sia consapevole e volontaria. Le conferme a favore di tali ricostruzioni sono molteplici.⁹ A sostegno di ciò non può non annoverarsi tra gli esempi il comportamento di numerosi operatori economici che, avvalendosi stabilmente di sistemi algoritmici basati sul *machine learning*, formulano condizioni contrattuali differenziate. In tal senso, appare emblematico il caso di Amazon, il quale fa ampio ricorso all'IA per attuare strategie di prezzatura dinamica. Sebbene tali prassi risultino conformi ai quadri normativi vigenti, sollevano nuovamente l'interrogativo precedentemente posto ovvero sino a che punto l'algoritmo possa incidere, in termini giuridicamente rilevanti, sulla formazione e validità dell'accordo contrattuale. Ed invero, fattispecie ancor più esemplificativa è quella dei cd. *smart contract*. La locuzione, per quanto suggestiva, risulta fuorviante: tali strumenti – volendo usare un'altra espressione¹⁰ – non sono né *smart* e neppure *contract*. Si tratta, infatti, di applicazioni tecnologiche basate su architetture *blockchain*, concepite per eseguire automaticamente obbligazioni preconfigurate al verificarsi di condizioni stabilite da un algoritmo, senza la necessità di un intervento umano.¹¹ Senza voler entrare nella spinosa questione giuridica circa la qualificazione o meno

⁹ Esempi lapalissiani di casi in cui l'IA ha operato in sostituzione dell'essere umano – compiendo dei veri e propri atti giuridici – sono molteplici, non solo in ambito nazionale, ma anche oltre confine. Si pensi al software COMPAS utilizzato negli USA nell'ambito del processo penale, per valutare il rischio di recidiva da parte di soggetti già ritenuti colpevoli da una giuria popolare; ad Hong Kong per la prima volta nella storia un software, denominato VITAL, è stato nominato come membro di un consiglio di amministrazione; ancora in Italia con la L. n. 107/2015 è stata prevista una procedura di assegnazione delle sedi di servizio agli insegnanti in conformità delle indicazioni offerte da un software.

¹⁰ SIRENA, *Le questioni degli smart contract con riguardo alla struttura e alla patologia del contratto*, intervento al convegno *Il robot tra diritto e processo*, Roma, 2019.

¹¹ Per un'analisi empirica delle varie fasi d'esecuzione degli *smart contract* v. CERRATO, *Appunti su smart contract e diritto dei contratti*, in *Banca, borsa e tit. cre.*, n.3, 2020, p. 375 e ss.

dello *smart contract* come vero e proprio contratto,¹² ciò che rileva al fine della presente indagine è un altro aspetto: ovvero l'eventuale integrazione della *blockchain* con sistemi di intelligenza artificiale – prospettiva sempre meno distopica e sempre più concreta – comporta che le decisioni assunte dall'algoritmo intelligente incidano direttamente sulla genesi, sulla struttura e sull'efficacia dello *smart contract*. È evidente che questo faccia mettere in discussione non soltanto il valore giuridico delle decisioni adottate dall'IA ma, al contempo, il ruolo attivo che l'algoritmo può avere all'interno dei sistemi ivi descritti. La trasformazione da strumento servente a soggetto agente, capace di autodeterminarsi e di esprimere le proprie volontà e decisioni, diviene, con l'evoluzione tecnologica e del tempo, sempre più marcata ed evidente. E riconferma, quanto prima teorizzato, che suddette decisioni non possano che esser qualificate come veri e propri atti giuridici. Giunti a tal punto, e pur non volendo spingersi a sostenere che questo cambio di paradigma possa comportare che all'interno del contratto in questi casi vi sia l'emergere di una nuova "parte" contrattuale¹³, diviene necessario interrogarsi su un ulteriore annessa questione spinosa ovvero quanto un algoritmo autonomo ed intelligente, a seconda dei processi in cui viene coinvolto, debba esser considerato responsabile per le sue decisioni e – di conseguenza – per gli atti giuridici da esso posto in essere.

3. La distinzione – nuovamente morale ancor prima che giuridica – tra il

¹² Per un visione comparatistica in senso contrario v. PAROLA-MERATI-GAVOTTI, *Blockchain e smart contract: questioni giuridiche aperte*, in *Contr.*, n. 6, 2018, p. 658 ss.; LABELLA, *Gli smart contract riflessioni sulle prestazioni "autoesecutive" nel sistema di blockchain*, in *ML*, n. 3, 2020, p. 43 ss.; CAPACCIOLI, *Smart contract: traiettoria di un'utopia divenuta attuabile*, in *Cyberspazio e diritto*, 2016, p. 25 ss.. In senso favorevole v. MAUGERI, *Smart contract e disciplina dei contratti*, Bologna, 2021; TROIANO, *Il contratto tra analogico e digitale*, in *Pactum*, n. 1, 2022, p. 57 ss.; BENEDETTI, *Contratto, algoritmi e diritto civile transnazionale: cinque questioni e due scenari*, in *Riv. Dir. civ.*, n. 3, 2021, p. 14 e ss.

¹³ Cfr. CERRATO, *op. cit.*, p. 374 ss., ove l'autore sottolinea come la capacità di autodeterminazione comporta che l'algoritmo debba esse definito come parte attiva del rapporto contrattuale, al pari di come potrebbe esserlo un "terzo" ex art. 1349 cc., con annessa necessità di una riformulazione del concetto stesso di parte del rapporto contrattuale.

soggetto agente, dotato di volontà e discernimento, e lo strumento attraverso cui l'azione si realizza, ha rappresentato, fino all'avvento dell'intelligenza artificiale, un paradigma talmente consolidato da non generare alcuna frizione dottrinale. L'uomo, unico soggetto ritenuto capace di assumere decisioni e tradurle in azioni, era anche l'unico destinatario della responsabilità giuridica nel caso in cui da tali azioni derivassero conseguenze pregiudizievoli per i terzi. Paradigma che nel mondo odierno viene messo in crisi dalla nascita di macchine pensanti ed agenti. Oggi, come autorevolmente sottolineato, parlare di decisioni di un algoritmo in termini generali, soprattutto con riferimento ad un'eventuale responsabilità, può essere riduttivo dal momento che le stesse possono essere basate, guidate o determinate da un algoritmo.¹⁴ E, a parere di chi scrive, in quest'ultimo caso – ovvero quando vi è, seppur utilizzando un termine improprio, una delega di scelta all'intelligenza artificiale – l'attribuzione esclusiva di responsabilità in capo all'utilizzatore dell'algoritmo, appare una soluzione riduttiva se non addirittura elusiva rispetto alla complessità del problema. E' chiaro che sin quando il legislatore non si farà carico di adottare una soluzione in tal senso, la vera difficoltà che si riscontra è quella di poter applicare i tradizionali schemi di responsabilità nei confronti di un soggetto – ovvero l'IA – che, in termini di diritto, non è qualificabile come agente.¹⁵ Tale odierno vuoto di tutela, o *responsability gap*¹⁶, genera un'incertezza normativa accompagnata da una sfiducia contemporanea vuoi da parte dell'utilizzatore di suddette macchine,

¹⁴ LIPARI, *Diritto, algoritmo, predittività*, in *Riv. Trim. dir. proc. Civ.*, n. 3, 2023, p. 729 e ss.

¹⁵ Per una corretta ricostruzione della problematica a titolo esemplificativo e senza pretesa di esaustività v. SCOGNAMIGLIO, *Responsabilità civile ed intelligenza artificiale, quali soluzioni per quali problemi?*, in *Resp. Civ. Prev.*, n. 4, 2023, p. 116 ss.; LAENZA, *Responsabilità civile nel terzo millennio*, in *Resp. Civ. Prev.*, n. 3, 2021, p. 1020 ss.; CAROCCIA *Ancora su responsabilità civile e uso delle intelligenze artificiali*, in *Contr. Impr.*, n. 2, 2022, p. 408 ss; ASARO, *The liability problem for Autonomus Artificial Agent*, in *AAAI Spring Symposium Series*, 2016, p. 191 e ss.; FINOCCHIARO, *Intelligenza artificiale, diritto e responsabilità*, in PERLINGIERI-GIOVA-PRISCO (a cura di), *Rapporti civilistici e intelligenze artificiali: attività e responsabilità. Atti del XV convegno Nazionale 14-15-16 Maggio 2020*, Napoli, 2020; RUFFOLO, *Intelligenza artificiale, machine learning e responsabilità da algoritmo*, in GABRIELI-RUFFOLO (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto*, in *Giur. It.*, 2019, p. 1689 e ss.

¹⁶ Termine coniato e sviluppato da MATTHIAS, *The responsibility gap: Ascribing, responsibility for the actions of learning automata*, in *Ethics and Inf. Technol.*, 2004, p. 175 e ss.

vuoi al contempo dal medesimo soggetto che, per qualsivoglia ragione, si trovi nelle condizioni di dover dimostrare di aver subito un danno cagionato da un algoritmo.¹⁷ Problematica che emerge con ulteriore chiarezza altrettanto nelle ipotesi, che verranno successivamente analizzate, in cui l'algoritmo entri a far parte, seppur non come agente bensì come strumento, all'interno della *corporate governace* di un intermediario. Una soluzione in tal senso, seppur non ancora avallata da gran parte della dottrina, potrebbe esser quella di attribuire, pur non volendo trascinare la questione in termini fantasiosi, personalità elettronica all'intelligenza artificiale. In tal senso, appare opportuno rammentare, a discapito di coloro i quali sostengono l'impossibilità di tale tesi, che allorquando nel XIII secolo Papa Innocenzo IV creò in maniera organica il concetto di *persona ficta* – antenata della persona giuridica – l'aggettivo aveva una valenza complessa e, com'è proprio della parola latina, significava, in negativo l'artificio, l'inganno; in positivo, la creazione intellettuale, frutto della dimensione creativa di un disegno umano ed intellettuale. Un aggettivo che reca in sé l'elogio della capacità dei canonisti di edificare un mondo con figurazioni astratte incidenti sulla realtà.¹⁸ Sino a quel momento la "capacità" di esser soggetti di diritto, centro di imputazione di diritti e di doveri, così come intesa da noi odiernamente poteva esser attribuita solo alla persona fisica, dotata di intelletto e sensibilità, per il solo verificarsi dell'evento nascita.¹⁹ Qualora un domani si dovesse decidere di creare una *persona nova* da inserire all'interno dell'ordinamento, il processo di formazione non sarebbe in alcun modo diverso rispetto a quello che viene odiernamente seguito per la creazione di una persona giuridica. Ed anche le

¹⁷ V. FACCIOLI, *La responsabilità civile per danni cagionati da sistemi di intelligenza artificiale nel prisma dell'onere della prova*, in *resp. Civ. prev.*, n. 3, 2024 ove l'autore sottolinea la complessità anzitutto in termini probatori a carico del danneggiato, ed in secondo luogo la difficoltà dello stesso di individuare a chi indirizzare l'azione di risarcimento.

¹⁸ GROSSI, *L'ordine giuridico mediavale*, Roma, 2017, p. 221.

¹⁹ Odiernamente ad avviso dei suddetti autori per il solo fatto di esser concepiti v. PERLINGIERI, *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Napoli, 1972, p. 22; BUSINELLI, *L'inizio della vita umana*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2004, p. 550; BALLARANI, *La capacità giuridica statica del concepito*, in *Dir. Fam.*, n. 2, 2007, p. 1468 e ss.

volontà sottostanti sarebbero sostanzialmente le medesime ovvero quelle di creare un centro di imputazione di diritti, doveri – e soprattutto di responsabilità.²⁰ L'idea di una tale evoluzione spalanca scenari dirompenti, destinanti ad incidere profondamente non solo sulla dimensione giuridica ma anche sul mercato stesso. Se davvero l'autonomia algoritmica dovesse tradursi in una forma di personalità giuridica, non è difficile ipotizzare che anche il valore commerciale di tali strumenti subirebbe un mutamento: un'intelligenza responsabile, potrebbe divenire un bene (o un soggetto) più appetibile per gli utilizzatori e, di conseguenza, più costoso. Infine, si consideri che sul versante del diritto non sono mancate visioni pionieristiche – o addirittura eretiche nel panorama giuridico tradizionale – che hanno avanzato l'ipotesi, di estendere all'IA perfino una responsabilità penale.²¹ Una suggestione che acquista un peso specifico, se si considera che a partire dal 2001 un pilastro del diritto penale (ovvero che il *reo* possa esser solo una persona fisica) si sgretola in maniera irreversibile, quando viene superato il principio *societas delinquere non potest*. Ed allora, con uno sguardo futuristico, è giusto provocare riflessioni che ci inducono a chiederci se lo stesso non avverrà in un futuro più o meno prossimo anche nei confronti dell'IA.

²⁰ Si osservi in tal senso come, per suddetti autori, la definizione odierna di persona giuridica richiami il concetto di artificio, inteso come costruzione dell'essere umano finalizzata alla creazione di un centro autonomo distinto dalla propria persona: BASILEA-FALZEA, *loc. cit.* «Persona giuridica (*dir. priv.*)», in *Enc. Dir. Vol. XXXIII*, Milano, 1983, p. 249, “nel mondo giuridico sono identificabili taluni fenomeni che, pur essendo diversi dagli individui umani, sono trattati dal diritto, almeno per taluni ed essenziali aspetti, come individui umani. Il dato analogico è indicato dall'uso del termine persona per entrambe le classi di fenomeni; il dato differenziale è indicato dall'uso dei due predicati che si richiamano rispettivamente alla giuridicità e alla fisicità. Nella contrapposizione di predicati si insinua l'avvertimento che mentre gli individui umani hanno una loro esistenza fuori dal diritto (nel mondo fisico) i fenomeni designati come persone giuridiche esistono soltanto perché c'è il diritto, e dunque in funzione esclusiva della giuridicità; RESCIGNO, «Capacità giuridica», in *Digesto delle discipline privatistiche (sez. civ.) vol. II*, Torino, 1988, p. 218 e ss.; GALGANO, *Il rovescio del diritto*, Milano, 1991, p. 23 e ss.

²¹ FUSCO, *Enforcement penale in ambito societario: cosa cambia con l'intelligenza artificiale*, in RESCIGNO (a cura di), *L'impresa nell'era dell'intelligenza artificiale: un'evoluzione tranquilla o nulla sarà più lo stesso?*, Milano, 2023, p. 87 e ss.

4. Passando dalla teoria alla pratica, ad oggi, una delle applicazioni maggiormente rilevanti dell'IA si realizza all'interno della *corporate governance*, presentandosi di fatto come strumento in grado di trasformare la gestione ed il controllo non solo delle imprese generali ma anche – e soprattutto – degli istituti bancari. L'utilizzo di tali strumenti ha notevolmente cambiato l'accezione generale di *board*, sino al punto di coniare una nuova espressione ovvero *board 3.0*²², intendendosi per tale quello che si distingue per l'integrazione di strumenti tecnologici avanzati e per la partecipazione di soggetti dotati di competenze tecniche altamente sviluppate, in grado di comprendere ed applicare appieno le logiche di suddetti strumenti. Sin da subito, una premessa appare doverosa e necessaria, onde evitare confusioni. Ad oggi, stante la normativa italiana di riferimento, l'ipotesi in virtù della quale l'IA entri a far parte formalmente della *corporate governance* in qualità di sostituto – o sarebbe più corretto dire delegato – dell'essere umano (cd. *roboboard*) è del tutto impraticabile. E ciò non per ragioni di natura etica o morale ma per l'esistenza di un ostacolo insormontabile: la delega di funzioni può esser attribuita nel nostro ordinamento solo ed esclusivamente a soggetti dotati di capacità giuridica. E l'intelligenza artificiale non avendo – lo si ricordi, ad oggi – alcun tipo di soggettività, non può essere in alcun modo considerata come destinataria di alcuna delega. Fermo restando ciò, è altrettanto evidente che qualora in un futuro prossimo tale ostacolo venisse meno, questo scenario, seppur distopico, sarebbe ipotizzabile. Ed infatti *historia magistra vitae*: in passato non si riteneva neppure possibile che una persona giuridica potesse entrare a far parte di un organo gestorio, tesi che sembrerebbe invece ad oggi esser alquanto superata.²³ Sgomberato il campo da

²² Termine coniato da JILSON-GORDON, *Board 3.0 – an introduction*, in *Buisness Lawyer*, n. 2-2019.

²³ A supporto v. SACCOGLIA, *Appunti in tema di amministratore persona giuridica di soggetti vigilanti*, in *Riv. Not.*, n. 1, 2020, p. 46 ss.; RICCIO, *La società di capitali può dunque esser socia ed amministratore di una società di persone*, in *Contr. Impr.*, n. 1, 2004, p. 316 e ss.; PESCATORE, *Società di capitali amministratrice di altra società di capitali*, in *Giur. Comm.*, n. 6, 2009, p. 1167 e ss.; ATLANTE, *Commento agli art.2325-2379 ter*, in D'ALESSANDRO (a cura di) *Commentario Romano al nuovo diritto delle società*, Padova, 2010, p. 47 e ss.

suddetta idea, realizzatasi in altri paesi, ma non percorribile ad oggi in Italia, le applicazioni concrete dell'IA possono essere sicuramente differenti e, generalmente, possono individuarsi diversi piani di interazione, ma sicuramente quello che maggiormente rileva è quello in cui gli organi societari per lo svolgimento dei compiti loro assegnati si avvalgono di strumenti di intelligenza artificiale.²⁴ L'interrogativo sulla possibilità di introduzione di simili strumenti nella *governance* risulta privo di reale utilità: la loro ammissibilità è già implicitamente sancita dalla possibilità di prevederli statutariamente. Ciò che invece sembra meritare una riflessione più approfondita è il dato, maggiormente rilevante, che tali strumenti – largamente diffusi e radicati nella prassi – abbiano prodotto una trasformazione profonda e strutturale della *corporate governance*. Ed infatti, sempre con una visione bancocentrica, il superamento dei tradizionali requisiti di professionalità e competenza – previsti per i singoli esponenti – sono stati ampliati alla luce della normativa europea portando ad una ridefinizione dell'idoneità degli amministratori. Altrettanto l'organo di amministrazione, nella sua composizione complessiva, è chiamato a soddisfare requisiti ulteriori e di diversa natura, come ad esempio la cd. *diversity*²⁵, non più concepibile come elemento accessorio bensì come parametro strutturale di adeguatezza. Alla luce di questo cambio di passo, è corretto interrogarsi su quanto un *board* possa ancora esser definito – utilizzando una vecchia espressione – professionale e competente, qualora al suo interno non siano presenti soggetti in grado di manovrare i nuovi strumenti tecnologici e in grado di comprendere appieno le funzioni. L'introduzione di macchine nuove, sicuramente performanti, ma al

²⁴ ABRIANI, *Digitalizzazione del diritto societario, intelligenza artificiale e corporate governance*, in PAJANO–DONATI–PERRUCCI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, Bologna, 2022, p. 235 ss. ove l'autore sottolinea come le uniche reali applicazioni concrete dell'intelligenza artificiale all'interno del governo societario sono sostanzialmente tre ovvero come strumento di supporto e come output dell'attività d'impresa; come strumento per la valutazione dall'esterno del funzionamento societario; come strumento per l'organizzazione e il funzionamento degli organi societari.

²⁵ Per una visione maggiormente esplicativa del concetto di diversity del board v. TURELLI, *Professionalità, competenza degli amministratori e board diversity*, in *Riv. Soc.*, n. 2, 2022, p. 434.

contempo complesse, è destinata a riversarsi sulle *skills* richieste ai componenti del board ai quali vengono domandate sempre più competenze tecnologiche necessarie per ponderare e comprendere al meglio le risultanze prodotte dai sistemi di intelligenza artificiale, diventando di fatto uno *standard* indefettibile di *good governance*²⁶. Ed infatti, pur nella pluralità di risposte oggi offerte al quesito su quali debbano essere nello specifico le competenze richieste, tutte convergono su un punto fermo: la competenza tecnica è imprescindibile.²⁷ Non è un caso che ad oggi, e non solo in ambito bancario, sono numerose le imprese che dispongono già di un proprio comitato *tech* tra le cui finalità vi è la vigilanza sui sistemi di intelligenza artificiale utilizzati.

5. Lo scenario attuale delinea un contesto in cui l'intelligenza artificiale viene progressivamente impiegata all'interno dell'organo gestorio, con l'obiettivo – non più tanto velato – di suggerire, se non addirittura surrogare, talune decisioni umane. Senza voler assumere sin da subito una posizione ideologicamente ostile nei confronti dello sviluppo tecnologico, va riconosciuto che esistono casi in cui l'intervento algoritmico, limitato ad un'attività di *reporting* o sistematizzazione dei dati, può effettivamente configurarsi come uno strumento ausiliario di rilevante utilità. Ogni decisione deliberativa presuppone infatti una previa acquisizione e comprensione di una mole significativa di informazioni e, in tale prospettiva, quando l'IA si limita a fornire al *board* un quadro informativo ampio, coerente e tempestivo,

²⁶ CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in Riv. Soc., n. 2-3, 2022, p. 320 e ss.

²⁷ Per una prima risposta a tale quesito v. ABRIANI, *Le categorie della moderna cibernetica societaria tra algoritmi e androritmi: "fine" della società e "fini" degli strumenti tecnologici*, in Giur. Comm., n. 5, 2020, p. 756 e ss.; ENRIQUES – ZETZSCHE, *Corporate Technologies and Tech Nirvana Fallacy*, in UC Law Journal, 2020, p. 73 e ss.; ABRIANI–SCHEINDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione (IT, Corporate Governance e Corporate responsibility)*, in Riv. Soc., n. 5-6, 2020, p. 1373 e ss.; MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, p. 99 e ss.; MOSCO, *Roboboard: l'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in Analisi giuridica dell'economia, n. 1, 2019, p. 253 e ss.

essa contribuisce a rafforzare la qualità e legittimità delle scelte assunte. Una decisione realmente “informata” è, per definizione, più idonea a riflettere e bilanciare la pluralità di interessi coinvolti, ampliando lo spettro della razionalità decisionale e, di riflesso, l’efficacia dell’azione di governo.²⁸ Ed ancora, in taluni contesti, questo può incidere, in maniera positiva, anche sulle tempistiche necessarie per addivenire ad una decisione. Nonostante ciò, la reale problematica è che l’attività di *reporting* nella pratica non può e non deve esser vista come un’attività meramente di raccolta di dati o informazioni, dal momento che questi vengono poi analizzati, processati e soprattutto etichettati dalla macchina. Va da sé che la decisione, seppur formalmente umana, resta fortemente condizionata ed istruita dalla macchina intelligente. La netta ripartizione tra il soggetto agente, autore della scelta decisionale, e la macchina suggeritrice è chiara da un punto di vista squisitamente giuridico, ma nella realtà si presenta alquanto più complessa. L’individuo tende a subire un’influenza talmente tanto pregnante da far sollevare un quesito circa il reale autore. Il confine tra “suggerimento” di una decisione e “sostituzione” della stessa appare più labile che mai. Resta fermo quindi l’interrogativo essenziale su come tale efficienza possa conciliarsi – o rischi di collidere – con i principi di autonomia decisionale e responsabilità giuridica propri della *governance*. Il rischio che una persona si adagi passivamente ai suggerimenti della macchina, piuttosto che discostarsi dalla stessa ed assumersi la relativa responsabilità, è di fatto alquanto elevato.²⁹ Ed a ciò si aggiunga che gli algoritmi, complessi e per definizione opachi³⁰,

²⁸ MONTAGNANI-PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell’era dell’intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in Riv. Soc., n. 1, 2022, p.139 ss. ove l’autrice sottolinea come i flussi informativi sono un elemento d’ausilio nella fase deliberatori, allorquando divengono uno strumento per una decisione maggiormente efficiente. Così l’elemento artificiale diviene parte dell’informazione offerta all’interno del board.

²⁹ LEMMA, *Sviluppi della corporate governance bancaria tra innovazione, efficienza e responsabilità*, in Riv. Trim. Dir. Eco., supplemento n.1, 2024, p. 579 e ss.

³⁰ Sull’opacità dell’algoritmo v. BURREL, *How the machine “think”*: Understand opacity in machine learning algorithms, in *Big data & Society*, 2016, p. 4 e ss.; PASQUALE, *The black box society. The secret algorithms that controls money and information*, in Harvard University Press, 2016; ITALIANO-CIVITARESE MATTEUCCI-PETRUCCI, *L’intelligenza artificiale: dalla ricerca*

vengono prodotti da soggetti esterni rispetto all'intermediario, con la diretta conseguenza che, in caso di adeguamento passivo al suggerimento della macchina, non si conosca realmente il processo logico che la stessa ha effettuato per giungere a quella decisione. Si noti che la circostanza applicativa non è di poca rilevanza. Una prospettiva concreta di applicazione si ha ad esempio quando l'algoritmo diviene uno strumento per percepire la nascita di uno stato di crisi, sul presupposto che la stessa è tanto più gestibile e superabile quanto più tempestivamente si intervenga.³¹ Al riguardo, l'IA si presenta come uno strumento virtuoso, capace di analizzare un complesso quantitativo di dati per valutare lo sviluppo dell'intermediario nel medio-lungo periodo ed assolvendo ad una funzione predittiva. Risulta sostanzialmente esser paragonabile ad un'analisi di bilancio, pur avendo come scopo non quello di esprimere un giudizio sintetico per determinare lo stato esistente, ma quello di prevedere *performance* nel medio e lungo periodo.³² Ciononostante, come autorevolmente sottolineato, le uniche crisi che l'algoritmo è in grado di prevedere sono quelle di natura economica e finanziaria, non anche quelle di natura legale.³³ L'esempio riportato si presta a riflessioni di più ampia portata sistemica. In suddetto scenario, emerge in modo tanto immediato quanto inevitabile una questione centrale: posto che lo strumento predittivo impiegato sia tecnicamente corretto e adeguatamente calibrato, in quale misura – e a quali condizioni – gli amministratori possono (o debbono) esser ritenuti responsabili nell'ipotesi in cui decidano di discostarsi dalle indicazioni fornite dall'intelligenza artificiale. La domanda, tutt'altro

scientifica alle sue applicazioni. Un introduzione di contesto, in PAJINO–DONATI (a cura di), *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione? Vol I*, Bologna, 2022, p. 50 e ss.

³¹ Sulla necessità di tempestività di intervento v. GIUOTTO, *La nuova "allerta" nella declinazione degli assetti organizzativi*, in *Fall.*, 2022, p. 1185; SCIUOTO, *Quel che resta degli obblighi di segnalazione nel codice della crisi*, in *Variazioni sui temi dir. lav.*, 2022, p. 480 e ss.; SPOLIDORO, *Note critiche sulla «gestione dell'impresa» nel nuovo art. 2086 cc*, in *Riv. Soc.*, n. 2-3, 2019, p. 262 e ss.; MUCCIARELLI, *Doveri degli amministratori di società in crisi, lex concursus e sovranità nazionale*, in *Nuove leg. Civ. comm.*, n. 3, 2020, p. 700 e ss.

³² PERRIELLO, *Intelligenza artificiale e allerta: l'uso di algoritmi per l'analisi e la stima di rischio di insolvenza*, in *Dir. Fall.*, n. 3-4, 2023, Milano, p. 637 e ss.

³³ BLANDINI–GILIOTTI, *Fintech e innovazione digitale, prospettive applicative nella liquidazione coatta amministrativa*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, n. 5, 2024, p. 722 e ss.

che astratta, tocca un nodo essenziale della *governance* contemporanea: fino a che punto la discrezionalità gestionale può considerarsi legittima quando si contrappone a una “raccomandazione algoritmica” fondata su dati oggettivi e modelli predittivi? E, soprattutto, come si concilia l’autonomia decisionale dell’organo amministrativo con l’esigenza, sempre più pressante, di *accountability* rispetto a scelte divergenti da quelle di un sistema ritenuto, in astratto, più efficiente? Le risposte ipotizzabili in tal senso sono plurime.³⁴ Diviene a tal punto lecito domandarsi se – e in quale misura – sussista, in capo agli amministratori, un vero e proprio obbligo di motivare le proprie decisioni nel caso in cui si discostino dalle raccomandazioni formulate. A parere di chi scrive, pur non essendo formulabile una risposta univoca, l’obbligo di motivazione non può – né deve – esser limitato all’ipotesi in cui l’organo gestorio decida di disattendere il suggerimento formulato dalla macchina intelligente. Al contrario tale obbligo dovrebbe sussistere anche nel caso opposto, ossia quando si scelga di aderire alla proposta algoritmica. In entrambe le circostanze, infatti, ciò che rileva non è tanto l’esito della decisione algoritmica, quanto la sua consapevolezza da parte di chi la pone in essere, la sua coerenza rispetto agli obiettivi societari e soprattutto la capacità di dimostrare che l’intervento umano non si sia ridotto ad una mera ratifica passiva del calcolo meccanismo, ma che abbia mantenuto un ruolo critico e attivo nel processo deliberativo. E’ tuttavia doveroso rilevare come non manchino opinioni di segno opposto secondo cui la decisione degli amministratori di discostarsi dalla raccomandazione algoritmica costituirebbe una scelta discrezionale e quindi tutelata della *business judgment rule* e, di conseguenza, non richiederebbe alcuna specifica motivazione.³⁵ Pertanto, sembrerebbe maggiormente preferibile la prima soluzione

³⁴ Per una prima risposta v. MONTAGNANI, *op. cit.*, p. 127, ove l’autrice sottolinea che, a titolo generale, gli amministratori sono da considerarsi responsabili ma solo nella misura in cui questi abbiano deliberatamente ignorato tale segnale, senza approfondire il contesto in cui questo si colloca; TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Riv. Soc.*, n. 5-6, 2021, p. 1435 e ss.; SCHNEIDER, *La proposta di regolamento europeo sull’intelligenza artificiale alla prova dei mercati finanziari: limiti e prospettive (di vigilanza)*, in *Resp. Civ. Prev.*, n. 3, 2023, p. 112 e ss.

³⁵ ENRIQUES-ZORZI, *Intelligenza artificiale e responsabilità degli amministratori*, in *Riv. Dir. soc.*, n.1, 2023, p. 23 e ss.

offerta e ciò in quanto, lo si ribadisca, in assenza di un intervento normativo che disciplini espressamente le modalità di applicazione, la prima ricostruzione appare l'unica concretamente applicabile. Ci si trova dinanzi ad una necessità sistematica più che ad una scelta concettuale. L'auspicio, da molti sollevato, è che il legislatore possa intervenire per colmare un vuoto esistente introducendo un regime di responsabilità nei confronti degli utilizzatori ma anche a carico dei produttori o sviluppatori di algoritmi, soggetti che, allo stato attuale, sfuggono ad ogni forma di imputazione giuridica, pur esercitando un'influenza sempre più rilevante sulle scelte di governance.

6. Alla luce di quanto fin qui osservato, il fenomeno del *credit scoring* si configura come l'ambito di più ampia applicazione operativa dell'IA e, sebbene a prima vista possa apparire estraneo alle dinamiche di *governance*, in realtà ne investe profondamente i meccanismi decisionali e le responsabilità sottostanti. Nella fattispecie in esame, l'IA diviene uno strumento idoneo per la valutazione delle possibilità di rimborso del prestito concesso sulla base di un set di informazioni fondamentali, tra cui la propensione al rimborso, calcolata sulla base della storia del cliente, al quale segue un contributo umano limitato tuttavia alle posizioni per le quali gli esiti del *credit scoring* siano allocati in una fascia medio-alta.³⁶ Si precisi sin da subito che vi sono stati esempi virtuosi in tale settore ove l'introduzione di specifici *output* ha comportato un accesso al credito riservato anche categorie svantaggiate.³⁷

³⁶ GRECO, *Credit scoring 5.0, tra artificial intelligence act e Testo Unico Bancario*, in Riv. Trim. Dir. Ec., supplemento n. 3, 2021, p. 81 e ss.

³⁷ Per una maggior chiarezza ricostruttiva del caso in esame v. RABITTI, *Intelligenza artificiale e credit scoring*, in RESCIGNO (a cura di), *L'impresa nell'era dell'intelligenza artificiale: un'evoluzione tranquilla o nulla sarà più lo stesso?*, Milano, 2023, p. 78 e ss., ove l'autrice sottolinea come la possibilità di introdurre output differenti rispetto a quelli "tradizionali" abbia avuto come conseguenza la possibilità di erogare micro credito a cittadini Africani, soggetti che tradizionalmente sarebbero stati esclusi dal circuito finanziario tradizionale. In questo contesto l'accesso al microcredito acquista una rilevanza anche da un punto di vista sociale dal momento in cui può contribuire a far uscire una larghissima fetta di popolazione da uno stato di permanente sottosviluppo; AFFINITO, *Intelligenza artificiale nel credit scoring: analisi di alcune esperienze nel sistema finanziario italiano*, intervento del 12 ottobre 2022 pubblicato da Banca d'Italia.

Tuttavia, nella prassi la valutazione del merito creditizio mediante macchine intelligenti ha sollevato non poche problematiche. Si parta, anzitutto, dal dato normativo offerto dall' art. 120-*undecies* TUB il quale, nel regolare l'attività di valutazione del merito creditizio, prevede di tener conto solo ed esclusivamente dei fattori pertinenti per la verifica delle prospettive di adempimento. Inoltre, la valutazione del merito creditizio deve essere oltremodo effettuata sulla base soltanto di informazioni relative alla situazione economica e finanziaria del consumatore richiedente il credito. È sulla base di tale dettato normativo che l'attività svolta dall'IA presenta talune incongruenze. Anzitutto perché l'intelligenza artificiale, che dispone di un'immensa quantità di dati, tende ad utilizzare tutti questi per l'attività di profilazione e valutazione del merito creditizio del cliente. Soventemente, anche dati che poco o nulla hanno a che vedere con la posizione economica finanziaria del cliente vengono ad essere elaborati in tale contesto, pur non essendo in alcun modo definibili, ai sensi della citata norma, come "fattori pertinenti".³⁸ La possibilità di accedere ad una quantità elevata di *big data*, non si traduce necessariamente in una miglior valutazione del merito creditizio ed anzi sembrerebbe necessario selezionare un sistema che possa filtrare tra questi solo ed esclusivamente i dati realmente utili a definire il livello di affidabilità del richiedente e la sua capacità di restituzione.³⁹ Non a caso, le ipotesi di discriminazioni algoritmiche, ampiamente verificatesi, avevano nella maggior parte dei casi come punto di partenza non elementi di natura finanziaria, ma elementi squisitamente umani, comportando che determinate categorie di soggetti fossero

³⁸ A titolo esemplificativo di un quadro di dati utilizzati v. RABITTI, *op. cit.*, p. 79 e ss., ove si rileva che talvolta anche i comportamenti sui social network, entrando a far parte dei dati a disposizione dell'algoritmo, vengono utilizzati in tale contesto, seppur del tutto non conformi; MATTARELLA, *Big data e accesso al credito degli immigrati: discriminazioni algoritmiche e tutela del consumatore*, in *Giur. Comm.*, n. 4-2024, p. 706 ss.; PACKIN-LEV ARETZ, *On social credit and the right to be unnetworked*, in *Columbia Business Law Review*, p. 343; RABITTI, *Credit scoring via machine learning e prestito responsabile*, in *Riv. Dir. banc.*, 2023, p. 175 e ss.

³⁹ GAGGERO-CALOGERO, *Le moderne tecniche di credit scoring tra GDPR, disciplina di settore e IA Act*, in *Riv. Dir. Banc.*, n.3, 2024, p. 839.

aprioristicamente ritenute minormente meritevoli di credito. Ed ancora, anche supponendo che i dati a disposizione dell'algoritmo siano solo ed esclusivamente di natura economica finanziaria, resta fermo l'interrogativo circa la possibilità di procedere ad una valutazione di merito basata non sulle qualità individuali del singolo consumatore, quanto sulla sua appartenenza ad una determinata categoria. Generalmente i sistemi di IA si articolano in diverse fasi, e tra le varie vi è quella di profilazione del cliente nel quale lo stesso viene collocato all'interno di uno o più gruppi o associazioni di individui al quale viene dato un determinato merito creditizio. Ebbene un *credit scoring* basato su categorie sembrerebbe essere in contrasto – ancora una volta – con quanto disposto dall' art. 120-*unidices* TUB che letteralmente prescrive una valutazione strettamente singolare.⁴⁰ L'ipotesi sin qui delineata evidenzia, con preoccupante chiarezza, un serio *vulnus* sotto il profilo della tutela del consumatore richiedente il credito, il quale si trova soggetto a criteri di valutazione automatizzati, che evolvono in completa autonomia, dei quali non solo non possiede una piena comprensione, ma che spesso risultano opachi per lo stesso operatore bancario.⁴¹ Tale opacità, frutto dell'evoluzione autonoma, non sempre trasparente dei sistemi di IA finisce per compromettere la reale valutazione del merito creditizio. A titolo conclusivo, si noti infine che nell'introduzione di suddetto paragrafo, il fenomeno del *credit scoring*, è stato corredato a quello della *corporate governace*. Sebbene *prima facie* si potrebbe ritenere che il fenomeno in questione riguardi solo il singolo operatore bancario, una simile interpretazione risulta evidentemente superficiale. Non può trascurarsi la circostanza all'interno della quale l'erogazione del credito costituisca uno degli elementi strutturali e identitari dell'attività bancaria. Di conseguenza, le modalità attraverso cui si selezionano i beneficiari del credito – e,

⁴⁰ MATTARELLA, *op.cit.*, p.709 ss.

⁴¹ BAGNI, *Uso degli algoritmi nel mercato del credito: dimensione nazionale ed europea*, in *Oss. Fonti*, n.2, 2021, p.924 ss. ove l'autore sottolinea che l'algoritmo, seppur progettato per imparare dai propri errori, lo fa pur sempre con delle modalità che non sono aprioristicamente determinabili neppure dagli utilizzatori stessi.

più in generale, si definiscono i criteri per l’allocazione del rischio – attengono direttamente alle scelte fondamentali d’impresa, ovvero a come la banca decide di esercitare la propria funzione istituzionale. In tal senso, delegare suddette valutazioni ad un algoritmo – per altro non sviluppato internamente ma fornito da soggetti terzi – significa esternalizzare una funzione che dovrebbe restare propria dell’intermediario. Tanto più se si considera che la banca stessa, in molti casi, non è in grado di governare pienamente né di comprendere a fondo il funzionamento dell’algoritmo a cui si affida, con il rischio concreto di perdere il controllo su uno dei pilastri della propria autonomia decisionale.⁴²

7. A conclusione di quanto sopra esposto, gli ultimi spunti riflessivi debbono essere riservati a quelli che sono i rischi derivanti dall’utilizzo di IA all’interno della *corporate governance*. Nella maggior parte dei casi la trattazione circa gli eventuali risvolti negativi viene eseguita ponendo al centro dell’analisi i rischi *tout court* derivanti dall’utilizzo di macchine intelligenza. Occorre, invece, dare il giusto risalto ad una distinzione che pare invece di importanza primaria: quella tra i rischi tecnologici in senso stretto – connessi al funzionamento tecnico di una macchina elettronica ed i suoi eventuali problemi operativi – e rischi tecnologici d’impresa che derivano invece dall’introduzione di uno strumento intelligente nell’attività gestoria, anche qualora tale macchina fosse, in un’utopica perfezione, del tutto priva di difetti.⁴³ La letteratura, piuttosto variegata con riguardo alla prima categoria, si intreccia con ambiti che talvolta esulano dalle competenze del giurista. Onde evitare ridondanti ripetizioni, sembrerebbe maggiormente interessante porre l’accento sulla

⁴² V. LEMMA, *op. cit.*, p. 589 ss., ove l’autore sottolinea in aggiunta come sia necessario orientare le banche verso lo sviluppo di organizzazioni aziendali che siano in grado di innovare dall’interno creando i propri algoritmi, onde evitare l’utilizzo di sistemi che vengono prodotti e commercializzati in un ambiente estraneo e sottratto alle forme di intervento pubblico sperimentato nel mercato dei capitali.

⁴³ Cfr. SCHEINDER, *La proposta di regolamento sull’intelligenza artificiale*, in RESCIGNO (a cura di), *L’impresa nell’era dell’intelligenza artificiale: un’evoluzione tranquilla o nulla sarà più lo stesso*, Milano, 2022, p. 31.

seconda specie di rischi. In primo luogo, in un ambito come quello bancario, ove il rapporto fiduciario con il cliente/consumatore assume un ruolo fondamentale, non può tralasciarsi il rischio reputazionale, per tale intendendosi quel danno all'immagine cagionato dall'utilizzo di sistemi di intelligenza artificiale che comportano semplicemente una profonda sfiducia da parte del cliente, sia *corporate* sia *retail*, dal momento in cui questi prende conoscenza che la propria banca si avvale, a qualsiasi titolo, di suddetti strumenti. Questa diffidenza non è necessariamente legata a evidenti segnali di inaffidabilità, quanto più a un senso innato e maggiore di sicurezza che il cliente avverte nel momento in cui è consapevole che tutte le scelte dell'intermediario sono effettuate da un essere umano. Tale atteggiamento di diffidenza, o *status* psicologico, è stato oggetto di approfondimento, sino al punto di coniare un apposito termine per descriverlo: lo *specismo*.⁴⁴ Ulteriore e differente rischio, oggi più evidente che mai, è quello di futura creazione di oligopoli tecnologici. La creazione di macchine intelligenti comporta ingenti esborsi di denaro ed è chiaro che ciò sia sopportabile soltanto dai *big player* del mercato.⁴⁵ Ciò porta a due conseguenze distinte, entrambe meritevoli di attenzione. Da un lato, lo sviluppo di tecnologie avanzate da parte di pochi operatori dominanti rischia di produrre un inevitabile abbassamento del livello di concorrenza, con un conseguente incremento dei costi del prodotto. Dall'altro si apre una frattura sistemica tra le banche di grandi dimensioni e le banche di prossimità che, per dimensioni e risorse, difficilmente riusciranno a sostenere l'acquisto di strumenti avanzati e performanti. Due, allora, le possibili conseguenze in tal senso: la prima – auspicabile ma scarsamente realistica – è che si inizino a sviluppare internamente all'intermediario algoritmi e sistemi di intelligenza artificiale, cuciti su misura rispetto alle proprie esigenze operative; la seconda, più plausibile, è che queste realtà restino escluse dal progresso tecnologico più sofisticato, con conseguente perdita di

⁴⁴ Cfr. SHMITT, *Speciesism: an obstacle to AI and robot adoption*, in *Marketing Letters*, 2020, p. 3.

⁴⁵ CERRATO–CULASSO–CROCCO, *op. cit.*, p. 391.

competitività sul mercato che non ammette più lentezze e disallineamenti. Si rischia così di configurare un mercato bancario asimmetrico, in cui i protagonisti non partono dallo stesso punto, né dispongono degli stessi strumenti. In terzo luogo, uno degli ulteriori risvolti negativi maggiormente insidiosi riguarda la possibilità – o capacità – di riuscire ad indirizzare le scelte della macchina verso il perseguimento dello scopo sociale. La tecnologia, per quanto sofisticata, non è neutra: riflette le logiche con cui è progettata. Pur non volendo affrontare in tale sede la complessa e delicata questione relativa alla definizione di scopo sociale, appare comunque possibile individuare almeno due profili di criticità connessi alla sua traduzione in termini algoritmici. Il primo concerne l'evoluzione del concetto stesso di interesse sociale che oramai ha travalicato i confini delle sole aspettative degli azionisti e si estende ad una pluralità di interessi eterogenei riconducibili a diversi *stakeholder*.⁴⁶ Se già per l'essere umano risulta arduo definire in modo coerente suddetto "scopo" o "fine" sociale, la trasposizione di ciò all'interno di un sistema algoritmo si presenta come un'operazione ancor più complessa, per non dire impraticabile. Tanto più che la valutazione e ponderazione di interessi non può avvenire in un'ottica di parità assoluta, ma richiede un bilanciamento dinamico e contestuale, da effettuarsi anche in relazione al momento storico e di vita dell'intermediario, ammettendo che in taluni frangenti possa prevalere un interesse su altri, e viceversa in tempi differenti. In secondo luogo, anche qualora, in chiave del tutto utopistica, si riuscisse a formalizzare tale "fine" all'interno di un algoritmo, suddetta codificazione dovrebbe avvenire *ex ante*, cioè prima dell'avvio operativo del sistema automatizzato. Una simile anticipazione della definizione dello scopo sociale, seppur teoricamente auspicabile in ottica di chiarezza e predeterminazione, comporterebbe un effetto

⁴⁶ A titolo esemplificativo e senza pretesa di esaustività v. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: "dalla supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. Soc.*, n. 1, 2021, p. 12 e ss; SACCO GINEVRI, *Intelligenza artificiale e corporate governance*, in *Riv. Dir. Impr.*, n. 1, 2022, p. 263 e ss; DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *ODC*, n. 1, 2021, p. 52 e ss.; MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *RDS*, n. 5-6, 2019, p. 992 e ss.

collaterale rilevante: un'eccessiva cristallizzazione e irrigidimento degli obiettivi sociali, con il rischio di ingessare l'autonomia dell'organo amministrativo e la discrezionalità tipica delle scelte gestorie. Tale processo di codificazione del "fine" finirebbe, di fatto, per burocratizzare l'attività gestoria, comprimendone la flessibilità e rendendola subordinata a schemi statici, incapaci di adattarsi al mutamento delle condizioni economiche, sociali e strategiche in cui opera l'intermediario. Si verrebbe così a creare una frizione profonda con la fisiologica dinamicità della vita dell'intermediario, il quale invece richiede strumenti decisionali aperti, evolutivi e reattivi, non rigidamente subordinati a logiche predeterminate o a vincoli algoritmici incapaci di cogliere la complessità del reale.

Infine, una riflessione di carattere non solo squisitamente giuridico aleggia al di sotto di ciò. Il rischio maggiormente insidioso è proprio quello che il diritto, talvolta appesantito da inerzie strutturali e da un passo sin troppo lento, non riesca a tenere il ritmo dell'innovazione tecnologica. La vera sfida, dunque, non è solo quella di comprendere come e quanto possano evolvere le macchine, ma interrogarsi su come l'essere umano – e con esso il diritto – possa adattarsi con tempestività per evitare che il divario tra tecnica e regolazione divenga esso stesso una nuova forma di rischio sistemico. In fondo, come ammoniva Hegel, la tecnica non si limita a servire l'uomo ma tende a imporsi con forma dominante di rilevazione del mondo, riducendo l'individuo a mero ingranaggio di un sistema che egli stesso ha creato ma che non è più in grado di governare. E se oggi quel sistema è alimentato da intelligenze artificiali, l'ironia amara è che si finisca per automatizzare non solo le decisioni, ma anche l'incapacità di assumerci la responsabilità delle stesse. Sta dunque al diritto – e prima ancora all'uomo – il compito di non cedere alla fascinazione dell'efficienza cieca, ma di riaffermare la propria centralità, prima che la macchina decida per tutti.

Valeria Dente

IL RUOLO DEI SUSTAINABILITY-LINK DERIVATIVES NELLA TRANSIZIONE ESG: EVIDENZE E SFIDE *

*(The role of sustainability-linked derivatives in Esg transition:
evidence and challenges)*

ABSTRACT: *I derivati Sustainability-linked (SLD) rappresentano un'applicazione innovativa nel campo della finanza sostenibile, volti a collegare strumenti derivati OTC al raggiungimento di obiettivi ESG aziendali. Questo articolo fornisce un'analisi critica, esplorandone la struttura, le potenzialità e i rischi significativi. Basandosi sulla discussione delle criticità chiave (in particolare il greenwashing legato alla selezione e verifica di KPI/SPT) e sull'esame di tre casi studio italiani (ENEL, Ghella, Tod's), l'articolo evidenzia come, nonostante chiari vantaggi quali la flessibilità e l'integrazione strategica, la credibilità e l'efficacia degli SLD siano fortemente condizionate da una progettazione rigorosa e da un'effettiva trasparenza. Conclude che questi strumenti, sebbene potenzialmente utili, richiedano un'attenta implementazione per contribuire in modo significativo alla transizione sostenibile.*

Sustainability-linked derivatives (SLD) represent an innovative application in the field of sustainable finance, aimed at linking OTC derivative instruments to the achievement of corporate ESG objectives. This paper provides a critical analysis, exploring their structure, potential, and significant risks. Based on the discussion of key criticalities (particularly greenwashing related to KPI/SPT selection and verification) and the examination of three Italian case studies (ENEL, Ghella, Tod's), the article highlights how, despite clear advantages such as flexibility and strategic integration, the credibility and effectiveness of SLDs are strongly conditional upon rigorous design and effective transparency. It concludes that these instruments, while

* Contributo approvato dai revisori.

potentially useful, require careful implementation to contribute significantly to the sustainable transition.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Finanza sostenibile e ruolo degli intermediari nel contesto europeo. - 3. I *Sustainability-Linked Derivatives* come strumento di innovazione finanziaria. - 3.1. Meccanismo e strutturazione: *KPI*, *SPT*, aggiustamenti finanziari. - 3.2. Potenzialità: incentivi, signaling e integrazione strategica. - 3.3. Analisi critica: rischi di *greenwashing* e sfide operative. - 3.4. L'applicazione in Italia: analisi dei casi ENEL, Ghella e Tod's. - 3.5. Discussione comparativa e implicazioni. - 4. Conclusioni e prospettive future.

1. L'acuirsi di sfide globali interconnesse – climatiche, sociali, geopolitiche – impone una riconsiderazione radicale dei modelli di sviluppo e sollecita azioni trasformatrici in ogni settore, come riconosciuto a livello internazionale dall'Agenda 2030.¹ In tale scenario, il sistema finanziario si trova di fronte a una duplice sfida: da un lato, gestire la propria crescente esposizione a nuovi rischi sistemici, sia fisici (legati agli impatti diretti dei cambiamenti climatici) sia di transizione (connessi al passaggio verso un'economia a basse emissioni)², dall'altro, svolgere un ruolo proattivo nell'orientare i capitali privati verso un'economia più resiliente e sostenibile.³ Questo impegno si allinea ai principi ESG (*Environmental, Social, Governance*) – criteri ormai imprescindibili per valutare la sostenibilità di lungo periodo delle attività economiche e la creazione di valore condiviso⁴ – ed è fortemente incoraggiato, specie in Europa, da un quadro normativo e di *policy*

¹ Cfr. ORGANIZZAZIONE DELLE NAZIONI UNITE, *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, 2015. Sui rischi globali interconnessi, v. anche i rapporti del WORLD ECONOMIC FORUM, ad es. *The Global Risks Report 2024*.

² Sulla duplice natura dei rischi climatici per il settore finanziario, v. BANCA CENTRALE EUROPEA (BCE), *Guide on climate-related and environmental risks*, novembre 2020.

³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97, 8 marzo 2018.

⁴ I principi ESG hanno trovato ampia diffusione a partire da iniziative quali l'UN Global Compact (2000) e i Principles for Responsible Investment (UN PRI, 2006). Sul concetto di creazione di valore sostenibile, v. SCHOENMAKER, *Principles of Sustainable Finance*, Oxford, 2021, pp. 15 ss.

sempre più articolato volto a promuovere la finanza sostenibile (si pensi al *Green Deal* e ai Regolamenti SFDR e Tassonomia).⁵

Proprio nell'ambito dell'innovazione stimolata da questo contesto, si inserisce il presente contributo, dedicato all'analisi dei *Sustainability-Linked Derivatives* (SLD). Questi strumenti rappresentano un'evoluzione dei tradizionali derivati negoziati *Over-The-Counter* (OTC), quali *swap* su tassi o cambi, contratti flessibili già ampiamente utilizzati dalle imprese per la copertura dei rischi finanziari. La peculiarità degli SLD consiste nell'incorporare nel contratto derivato un meccanismo che lega le condizioni economiche (es. un tasso di interesse, un premio o uno spread) al raggiungimento da parte dell'impresa di specifici obiettivi quantificati di performance ESG (*Sustainability Performance Targets* - SPTs), misurati tramite indicatori chiave (*Key Performance Indicators* - KPIs) predefiniti e ritenuti materiali.⁶

Gli SLD ambiscono così a creare un ponte tra la gestione finanziaria ordinaria e gli impegni di sostenibilità aziendale, offrendo un potenziale incentivo economico al miglioramento delle performance ESG. Tuttavia, la loro relativa novità, la complessità tecnica e la flessibilità intrinseca sollevano interrogativi significativi sulla loro reale efficacia e credibilità, in particolare riguardo ai rischi di *greenwashing* ed *impact washing* – ossia l'utilizzo dello strumento per comunicare un impegno di sostenibilità non supportato da contenuti reali ed obiettivi sufficientemente ambiziosi o rilevanti – e alle sfide legate alla misurazione, alla comunicazione e alla verifica indipendente dei risultati.⁷

⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Il Green Deal Europeo*, COM(2019) 640, 11 dicembre 2019; Regolamento (UE) 2019/2088 (SFDR), in *GUUE* L 317/1 del 9.12.2019; Regolamento (UE) 2020/852 (Tassonomia), in *GUUE* L 198/13 del 22.6.2020.

⁶ Per le prime definizioni e linee guida operative, cfr. INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Sustainability-linked Derivatives: Where to Begin?*, 2022; INTERNATIONAL SWAPS AND DERIVATIVES ASSOCIATION (ISDA), *Sustainability-linked Derivatives: KPI Guidelines*, 2021. Entrambi consultabili sul sito www.isda.org.

⁷ Sul tema del *greenwashing* nella finanza sostenibile e le sfide specifiche per gli strumenti *linked*, v. ad es. ROGGE, *Sustainable Finance meets Financial Innovation: from Green Investments to ESG Derivatives*, Hazelhoff Research Paper Series no. 13, 2023, p. 18 ss.; si veda anche la discussione in

L'obiettivo di questo lavoro è quindi fornire un'analisi critica degli SLD, esplorandone potenzialità e limiti come strumento potenzialmente al servizio della transizione sostenibile. Attraverso l'esame della loro struttura e funzionamento, la discussione delle principali criticità emerse nel dibattito accademico e nella prassi di mercato, e l'analisi di alcune significative esperienze applicative nel contesto italiano, si intende contribuire alla comprensione di questa specifica innovazione finanziaria. L'articolo prosegue (par. 2) delineando il contesto della finanza sostenibile e il ruolo degli intermediari; analizza poi nel dettaglio (par. 3) gli SLD, inclusi meccanismi e strutturazione (3.1), potenzialità (3.2), rischi e criticità (3.3), casi studio italiani (3.4) e discussione comparativa (3.5); infine (par. 4), presenta le conclusioni e le prospettive future.

2. Il sistema finanziario, sollecitato dalle sfide globali delineate e da una crescente pressione da parte di investitori, consumatori e società civile, sta progressivamente integrando la sostenibilità come direttrice strategica fondamentale. Questa evoluzione, definita "finanza sostenibile", persegue il duplice obiettivo di riorientare i flussi di capitale privato verso investimenti capaci di generare valore non solo economico ma anche ambientale e sociale a lungo termine, e di gestire più efficacemente i rischi finanziari derivanti dai cambiamenti climatici e da altri fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG). Tale dinamica trova un impulso decisivo nell'Unione Europea, dove il *Green Deal* ha dato avvio a un ambizioso programma di riforme volto a trasformare l'economia in chiave sostenibile. Un pilastro centrale di questa strategia è il quadro normativo sulla finanza sostenibile, che include strumenti chiave come il Regolamento sull'informativa di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (SFDR) e il Regolamento sulla Tassonomia delle attività eco-compatibili, mirati ad aumentare la

INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA), *Market integrity and greenwashing risks in sustainable finance*, 2023.

trasparenza e a fornire un linguaggio comune per gli investimenti sostenibili.

In questo processo di trasformazione, gli intermediari finanziari – in particolare banche, ma anche gestori patrimoniali e compagnie assicurative – assumono un ruolo nevralgico. Essi fungono da “cinghia di trasmissione” tra le esigenze di finanziamento delle imprese e le allocazioni di capitale degli investitori. Non sono solo chiamati a incorporare la valutazione dei rischi ESG – sia fisici che di transizione – nei tradizionali processi di gestione del rischio di credito, di mercato e operativo, come esplicitamente richiesto anche dalle Autorità di vigilanza europee e nazionali⁸, ma diventano anche attori chiave nell’innovazione e nell’offerta di prodotti finanziari che rispondano alla crescente domanda di sostenibilità. L’integrazione dei criteri ESG permea quindi diverse loro funzioni: dallo sviluppo di prodotti specifici (come la strutturazione di *green bond*, prestiti *sustainability-linked* o fondi comuni focalizzati su tematiche ESG) alla consulenza finanziaria, dove le normative recenti (come MiFID II) impongono di considerare le preferenze di sostenibilità dei clienti.⁹

Questo percorso non è privo di ostacoli significativi per gli stessi intermediari, a partire dalla limitata disponibilità di dati ESG standardizzati e affidabili, proseguendo per la necessità di sviluppare nuove competenze analitiche interne e per l’incombente rischio reputazionale legato a un’inefficace gestione dei fattori ESG o al *greenwashing* potenzialmente plausibile anche nella strutturazione e nel processo di commercializzazione dei prodotti offerti.

È proprio in questo contesto di trasformazione dell’intermediazione finanziaria, chiamata a un ruolo sempre più attivo e complesso, che si colloca lo

⁸ Sul ruolo specifico degli intermediari, v. EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), *Report on management and supervision of ESG risks for credit institutions and investment firms*, EBA/REP/2021/18, 2021; v. anche BANCA D’ITALIA, *Considerazioni sull’integrazione dei rischi climatici e ambientali nella gestione dei rischi delle banche*, 2021.

⁹ Ci si riferisce alle modifiche alla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e alla Direttiva (UE) 2016/97 (IDD) introdotte, rispettivamente, dal Regolamento Delegato (UE) 2021/1253 e dal Regolamento Delegato (UE) 2021/1257, riguardo l’integrazione dei fattori e delle preferenze di sostenibilità.

sviluppo di strumenti innovativi come i *Sustainability-Linked Derivatives* (SLD), i quali, come si vedrà, dipendono intrinsecamente dalla partecipazione di una controparte finanziaria qualificata per la loro ideazione, strutturazione ed esecuzione.

3. I *Sustainability-Linked Derivatives* (SLD), pur costituendo ancora un segmento di nicchia rispetto ad altri prodotti finanziari sostenibili più diffusi, applicano la logica *sustainability-linked* – già affermata in ambito obbligazionario e creditizio – al mondo dei derivati OTC. Essi meritano un’analisi approfondita per le specifiche potenzialità e le rilevanti criticità che presentano nel tentativo di integrare obiettivi ESG e gestione dei rischi finanziari tradizionali. Nei paragrafi seguenti se ne approfondirà il meccanismo tecnico (3.1), le potenzialità (3.2), i rischi (3.3), per poi esaminarne l’applicazione pratica in Italia (3.4) e trarne implicazioni complessive (3.5).

3.1 Come anticipato, il tratto distintivo degli SLD risiede nel loro meccanismo operativo, che innesta una dimensione di sostenibilità su un contratto derivato OTC preesistente, tipicamente volto alla copertura di rischi finanziari. Elemento cardine è la selezione, condivisa tra l’impresa e la controparte finanziaria, di uno o più *Key Performance Indicators* (KPIs) ESG che siano rappresentativi degli impegni di sostenibilità dell’impresa stessa e ritenuti materiali – ossia significativi – per il suo specifico settore e modello di *business*. Tali indicatori devono possedere caratteristiche precise, quali la misurabilità oggettiva nel tempo, la possibilità di verifica esterna e indipendente, la coerenza con la strategia di sostenibilità complessiva dell’azienda e, auspicabilmente, un certo grado di comparabilità settoriale o temporale.¹⁰

La scelta dei KPI può spaziare ampiamente, includendo metriche ambientali

¹⁰ I criteri per la selezione dei KPI sono discussi approfonditamente in ISDA, *Sustainability-linked Derivatives: KPI Guidelines*, 2021, consultabile in: www.isda.org.

(come la riduzione delle emissioni di gas serra *Scope 1-2* o anche *Scope 3*, l'incremento della quota di energia da fonti rinnovabili, la riduzione del consumo idrico o la gestione virtuosa dei rifiuti, qui classificati secondo quanto indicato da Agenda 2030) o indicatori di natura sociale (quali il miglioramento degli indici di sicurezza sul lavoro, l'aumento della percentuale di donne in posizioni manageriali o l'incremento delle ore medie di formazione per dipendente).

Per ciascun KPI selezionato viene poi definito un *Sustainability Performance Target* (SPT), ossia un obiettivo quantitativo specifico e datato che l'impresa si impegna a raggiungere entro una o più scadenze future (cd. *observation dates*). L'ambizione di tali target – intesa come un miglioramento dimostrabile e significativo rispetto alla performance storica o a uno scenario inerziale (*business-as-usual*) – è riconosciuta come un fattore cruciale per la credibilità dello strumento e per contrastare il rischio di *greenwashing*.¹¹

Il nucleo del meccanismo SLD è, infine, l'aggiustamento finanziario contingente: il contratto prevede una modifica *ex ante* definita delle condizioni economiche del derivato sottostante – ad esempio, uno *step-up / step-down* (aumento / riduzione) del tasso fisso pagato in un *Interest Rate Swap*, un aggiustamento dello spread in un *Cross Currency Swap*, o un pagamento / incasso monetario separato – qualora l'impresa raggiunga (o manchi) l'SPT alla data di osservazione.

Sebbene l'impatto economico diretto di tale aggiustamento sia spesso contenuto (nell'ordine di pochi punti base o percentuali limitate), esso assume un rilevante valore segnaletico dell'impegno aziendale verso la sostenibilità e formalizza un legame tra performance ESG e costo della copertura finanziaria. Essenziale per assicurare l'integrità del processo è la verifica puntuale del raggiungimento degli SPTs

¹¹ Il tema dell'ambizione è centrale anche nei principi relativi agli strumenti obbligazionari analoghi, i *Sustainability-Linked Bonds*. Cfr. INTERNATIONAL CAPITAL MARKET ASSOCIATION (ICMA), *Sustainability-Linked Bond Principles*, 2020.

da parte di un soggetto terzo qualificato e indipendente (tipicamente la società di revisione nell'ambito della Dichiarazione Non Finanziaria o un certificatore specializzato).¹² In questo contesto, l'*International Swaps and Derivatives Association* (ISDA) ha svolto un ruolo importante nel tentativo di promuovere l'adozione di migliori pratiche, pubblicando linee guida per la selezione dei KPI e, più di recente, una libreria di clausole contrattuali standard volta a facilitare la negoziazione e a promuovere una maggiore, seppur ancora limitata, armonizzazione di questi strumenti intrinsecamente personalizzati (*bespoke*).¹³

3.2 Al di là della loro struttura tecnica, gli SLD presentano diverse potenzialità che ne giustificano il crescente interesse da parte di imprese e intermediari.¹⁴ Forse il beneficio più significativo risiede nella capacità di favorire una integrazione più profonda e organica tra la funzione finanziaria e la strategia di sostenibilità complessiva dell'azienda. A differenza di strumenti *use-of-proceeds* (come i *green bonds*), gli SLD non finanziano specifici progetti verdi, ma legano le condizioni di strumenti finanziari operativi – tipicamente usati per la copertura di rischi di tasso o cambio – a *target* di performance ESG a livello aziendale (*entity-level*). Ciò stimola, o talvolta “costringe”, un dialogo strutturato tra le funzioni finanziarie (tesoreria, *risk management*, CFO) e quelle dedicate alla sostenibilità o alle specifiche aree operative impattate dai KPI, rendendo gli obiettivi ESG rilevanti non solo per il *reporting* non finanziario ma anche per la gestione dei costi finanziari e le relazioni con le controparti bancarie.

¹² La necessità di una verifica esterna è sottolineata in ISDA, *Sustainability-linked Derivatives: KPI Guidelines*, op. cit., p. 5.

¹³ ISDA, *ISDA Launches Sustainability-linked Derivatives Clause Library*, Comunicato Stampa 2024, consultabile in: <https://www.isda.org/2024/01/17/isda-launches-sustainability-linked-derivatives-clause-library/>.

¹⁴ L'interesse crescente è testimoniato dalla successione di pubblicazioni tecniche da parte di ISDA e dalla progressiva diffusione delle operazioni, sebbene i volumi rimangano contenuti rispetto ad altri segmenti della finanza sostenibile. Cfr. ISDA, *The Way Forward For Sustainability-linked Derivatives (Survey Results)*, 2022.

In secondo luogo, il meccanismo di aggiustamento introduce un incentivo economico diretto, che, pur essendo spesso di entità ridotta per la sua limitata materialità finanziaria diretta, non andrebbe sottovalutato nel suo potenziale impatto complessivo. Esso rappresenta comunque un segnale di costo / beneficio marginale che può influenzare le decisioni operative, fungere da *tie-breaker* in scelte di investimento interne o semplicemente focalizzare l'attenzione del *management*. Soprattutto, rafforza l'impegno formale verso il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità concordati, che diventano così parte integrante di un accordo contrattuale con implicazioni finanziarie tangibili, oggetto di monitoraggio e verifica.¹⁵

In terzo luogo, in un contesto di crescente scrutinio sugli impegni ESG e di correlata asimmetria informativa riguardo le reali performance aziendali, la stipula e la comunicazione trasparente di un SLD possono costituire un efficace strumento di segnalazione (*signaling*) verso il mercato e gli *stakeholder*.

Un SLD ben strutturato – basato su KPI materiali, *target* ambiziosi e meccanismi di verifica robusti – può segnalare in modo credibile l'impegno strategico e la capacità dell'azienda di raggiungere specifici obiettivi di sostenibilità. Tale segnale può essere positivamente interpretato da investitori istituzionali che integrano l'analisi ESG, agenzie di *rating* di sostenibilità, clienti attenti alla filiera e persino talenti in cerca di aziende con valori allineati, contribuendo così a rafforzare la reputazione e potenzialmente a migliorare le condizioni generali di accesso al capitale.¹⁶

Va poi sottolineata la flessibilità intrinseca dello strumento. Essendo negoziati OTC, gli SLD permettono un'elevata personalizzazione (*customization*) dei KPI, degli

¹⁵ La logica dell'incentivo è discussa in diverse analisi di mercato, cfr. ad es. NAUMOWICZ - HUGHES, *The role of sustainability-linked derivatives in meeting global ESG goals*, 2021, p. 3, consultabile in: www.lw.com, dove si sottolinea che tali strumenti “*incentivise market participants to work towards and improve their own ESG goals*”.

¹⁶ Cfr. GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN), *2020 Annual Impact Investor Survey*, 2020, consultabile in: <https://thegiin.org/publication/research/impinv-survey-2020/>.

SPT e delle clausole accessorie. Ciò consente di adattare lo strumento alle specifiche caratteristiche dimensionali e settoriali dell'impresa, alla sua peculiare strategia di sostenibilità e anche alla sua maturità in termini di capacità di misurazione e reporting ESG. Questa adattabilità li rende teoricamente accessibili anche ad aziende, magari di minori dimensioni o in settori *hard-to-abate*, che, pur non avendo grandi progetti 'verdi' immediatamente finanziabili con *green bonds*, intendono comunque collegare i propri strumenti finanziari ordinari a un percorso credibile di miglioramento ESG complessivo.

Infine, non va trascurato l'impatto positivo che il processo stesso di strutturazione di un SLD può avere sull'organizzazione interna: la necessità di identificare KPI realmente materiali, di raccogliere dati affidabili per la loro misurazione storica e prospettica, di definire *target* sfidanti negoziandoli con una controparte finanziaria esterna e di implementare processi per la rendicontazione e la verifica esterna può di per sé stimolare una maggiore consapevolezza interna, migliorare i sistemi di monitoraggio e reporting di sostenibilità e rafforzare l'allineamento organizzativo sugli obiettivi ESG prescelti.

3.3 A fronte delle potenzialità evidenziate, un'analisi completa degli SLD non può prescindere dalla disamina delle significative criticità e dei rischi che ne accompagnano lo sviluppo e l'utilizzo, aspetti cruciali per valutarne l'effettiva capacità di contribuire alla transizione sostenibile. Tra questi, il rischio predominante e più insidioso è quello di *greenwashing*, fenomeno complesso che mina la credibilità dell'intero mercato della finanza sostenibile e che, nel caso degli SLD, può annidarsi in diverse fasi della loro strutturazione ed esecuzione.¹⁷

Tale rischio può manifestarsi, in primo luogo, attraverso la selezione strategica

¹⁷ Il concetto di *greenwashing* nella finanza è ampiamente trattato. Cfr. ad es. EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), *Final Report on Guidelines on funds' names using ESG or sustainability-related terms*, 2024.

di *Key Performance Indicators* (KPI) poco materiali rispetto all'impatto ambientale o sociale più significativo dell'impresa, o solo marginalmente collegati alla sua strategia di sostenibilità (cd. *cherry-picking*). La definizione stessa di materialità può essere oggetto di interpretazione e la sua verifica *ex ante* da parte della controparte finanziaria non è sempre agevole, specie in settori industriali complessi o per catene del valore globali, potendo portare alla scelta di indicatori facilmente misurabili ma di scarsa rilevanza sostanziale.

Strettamente connessa è la questione dell'ambizione dei *Sustainability Performance Targets* (SPTs). La definizione di obiettivi poco sfidanti, che l'impresa avrebbe comunque raggiunto nel normale corso del business (*business-as-usual*) o che rappresentano solo miglioramenti incrementali minimi rispetto a percorsi di decarbonizzazione o di sviluppo sociale già pianificati, necessari o richiesti dalla normativa, è una delle forme più subdole di *greenwashing*. La valutazione dell'ambizione è intrinsecamente complessa, resa ancor più difficile dall'asimmetria informativa tra impresa (che possiede dettagli sulle proprie proiezioni) e controparte finanziaria, nonché dalla mancanza, in molti settori, di *benchmark* esterni oggettivi, di *science-based pathways* universalmente riconosciuti e applicabili a livello di singolo strumento derivato, o di metodologie standard per calibrare l'ambizione rispetto alla specifica struttura del derivato sottostante.¹⁸

Anche laddove KPI e SPT fossero formalmente adeguati, la robustezza del meccanismo dipende poi dalla qualità e indipendenza della verifica esterna. Affidarsi unicamente alla revisione della Dichiarazione Non Finanziaria (DNF), pensata per un reporting generale, può non essere sufficiente per attestare con il necessario rigore il raggiungimento di KPI molto tecnici o specifici, i quali potrebbero richiedere l'intervento di verificatori specializzati con competenze settoriali adeguate. La

¹⁸ ROGGE, *Sustainable Finance meets Financial Innovation*, op. cit., p. 20, sottolinea come l'ambizione sia difficile da valutare esternamente. Sulla necessità di target science-based, v. la letteratura sulla finanza climatica.

definizione del perimetro e della metodologia di verifica, il livello di *assurance* fornito (limitata o ragionevole) e la trasparenza del *report* di verifica sono tutti elementi che incidono sulla credibilità del risultato comunicato e sull'effettiva affidabilità dello strumento SLD nel suo complesso.¹⁹

Oltre alle molteplici sfaccettature del *greenwashing*, occorre considerare la complessità operativa intrinseca dello strumento. La strutturazione di un SLD richiede un dialogo efficace e competenze integrate tra diverse funzioni aziendali (finanza, sostenibilità, legale, *operations*) e un'interazione negoziale sofisticata con la controparte finanziaria, aspetti non sempre alla portata di tutte le imprese, specialmente quelle di minori dimensioni.

A ciò si aggiunge la limitata standardizzazione del mercato: nonostante gli sforzi di ISDA per fornire linee guida e clausole-tipo, la natura intrinsecamente *bespoke*, necessaria per adattare KPI e SPT alle singole realtà aziendali, ostacola inevitabilmente la piena comparabilità tra le diverse operazioni, la trasparenza sui prezzi e sui meccanismi di aggiustamento, e il potenziale sviluppo di un mercato secondario liquido, limitando di fatto la scalabilità degli SLD rispetto ad altri strumenti di finanza sostenibile più standardizzati.

Un ulteriore, e connesso, profilo critico da considerare riguarda la reale materialità dell'incentivo/disincentivo finanziario. L'aggiustamento economico applicato al derivato (lo spread o il premio / penalità), essendo spesso contenuto nell'ordine di pochi punti base, è potenzialmente percepibile come troppo esiguo per influenzare significativamente le decisioni strategiche di investimento a lungo termine delle grandi imprese o per giustificare di per sé l'adozione di costose misure di abbattimento o di trasformazione sociale. Sebbene non vada sottovalutato il suo valore di focalizzazione interna e di segnalazione esterna, resta aperto il quesito sulla

¹⁹ La questione della verifica indipendente e delle sue metodologie è un tema aperto anche nel reporting non finanziario generale. Cfr. Direttiva (UE) 2022/2464 (CSRD), che introduce requisiti di *assurance*.

sua capacità di guidare una trasformazione profonda anziché rappresentare un elemento marginale o di pura cosmesi.²⁰

Infine, non vanno dimenticate le sfide persistenti legate alla qualità, disponibilità e comparabilità dei dati ESG necessari per un monitoraggio affidabile dei KPI nel tempo, i costi di transazione associati alla strutturazione e soprattutto alla verifica periodica indipendente (che possono disincentivare le imprese minori), nonché l'incertezza sul pieno riconoscimento e trattamento normativo degli SLD all'interno del complesso e ancora in evoluzione quadro regolamentare della finanza sostenibile europea (si pensi alla loro difficile classificazione ai fini del Regolamento SFDR, al loro potenziale allineamento con i criteri della Tassonomia, o alle implicazioni delle future norme specifiche *anti-greenwashing*).²¹

La mitigazione efficace di questi rischi e il superamento di tali sfide operative e normative sono precondizioni essenziali per consentire agli SLD di esprimere appieno il loro potenziale contributo alla finanza sostenibile.

3.4 La prassi italiana degli SLD, pur se ancora in fase di sviluppo rispetto ad altri strumenti di finanza sostenibile, offre spunti concreti per osservare l'applicazione dei meccanismi e delle criticità discusse. Si esaminano qui tre esperienze significative emerse dall'analisi di documentazione pubblica aziendale.

Il caso di ENEL S.p.A., primario operatore energetico globale con ambiziosi obiettivi di sostenibilità (tra cui *net zero* al 2040), è emblematico per l'approccio

²⁰ Sulla discussione relativa all'adeguatezza degli incentivi/penalità negli strumenti *sustainability-linked* e sulla necessità di rafforzare la credibilità e la fiducia degli investitori per evitare il rischio di "sustainability washing", si veda specificamente l'analisi relativa ai *Sustainability-Linked Bonds* (SLB), concettualmente affini, in DE MARIZ et al., *Reforming Sustainability-Linked Bonds by Strengthening Investor Trust*, 2024.

²¹ Per un'analisi delle sfide legate alla qualità dei dati ESG, ai costi di verifica e soprattutto all'inserimento degli SLD nel complesso e mutevole quadro normativo europeo della finanza sostenibile (incluse le interazioni con SFDR, Tassonomia e future normative anti-greenwashing), si vedano le considerazioni specifiche per i derivati in ISDA, *Regulatory Considerations for Sustainability-Linked Derivatives*, 2021, e la prospettiva strategica e di vigilanza dell'autorità europea in ESMA, *Sustainable Finance Roadmap 2022-2024*.

integrato e pionieristico. Oltre a dotarsi di un *Sustainability-linked Financing Framework* generale per collegare la strategia finanziaria agli obiettivi ESG, nel 2021 ha definito, in collaborazione con Crédit Agricole CIB, un innovativo accordo quadro specifico per i derivati FX. Tale accordo si distingueva per un meccanismo di premio / penalità non legato alla singola operazione ma calcolato tramite formula sul volume aggregato annuo delle transazioni FX tra le parti, rappresentando un esempio di struttura SLD ancora più flessibile e potenzialmente meno onerosa da gestire rispetto a un legame puntuale operazione-KPI. Tuttavia, come emerso dall'analisi specifica condotta sulle Relazioni Finanziarie del gruppo fra gli anni 2021-2023 e sui comunicati disponibili, non è stato possibile identificare i KPI e gli SPT puntuali applicati a questo particolare accordo quadro FX, né i dettagli della formula di calcolo, limitando la possibilità di una valutazione approfondita della sua effettiva portata. È però rilevante notare che nel 2023 la stessa Enel ha comunicato il mancato raggiungimento di un target ESG legato al framework generale, specificamente quello sulla riduzione dell'intensità delle emissioni di gas serra (gCO₂eq/kWh), attribuendolo a fattori esogeni come la crisi energetica. Questo specifico episodio, sebbene non direttamente collegabile all'accordo FX per mancanza di dati, evidenzia la potenziale vulnerabilità dei meccanismi *linked*, anche se ben strutturati, a *shock* esterni difficilmente controllabili dall'impresa.²³

Diversa l'operazione definita nel 2021 tra Ghella S.p.A., storica impresa romana di costruzioni infrastrutturali operante a livello globale, e BNL BNP Paribas. L'operazione era funzionale alla copertura del rischio tasso associato a un *Green Loan* da 40 milioni (garantito SACE) destinato alla realizzazione del piano di sostenibilità del gruppo. Su questa base è stato strutturato un IRS *sustainability-linked* che prevedeva un *malus* in caso di mancato rispetto dei KPI, con l'originale clausola che l'importo aggiuntivo eventualmente versato da Ghella fosse reinvestito dalla banca

²³ Cfr. ENEL, Bilancio di Sostenibilità ENEL 2023, p. 20.

in un progetto di riforestazione, conducendo così ad un impatto positivo.²⁴ I KPI sottostanti, il cui monitoraggio e accertamento erano affidati alla piattaforma indipendente Ecovadis, erano due: l'efficientamento nell'uso dei materiali di scarto derivanti dalle lavorazioni e la riduzione delle emissioni GHG nelle lavorazioni stesse. Sebbene, anche in questo caso, manchi un'informativa diretta sull'esito specifico dell'IRS nei bilanci successivi, i bilanci di sostenibilità riportano una costante riduzione delle emissioni CO2 (segnatamente -24% nel 2022 e -45% nel 2023, rispetto all'anno base 2021) e un'alta percentuale di riutilizzo degli scarti (91% nel 2022 e 94% nel 2023), dati che, pur con cautela, farebbero supporre il raggiungimento dei target e il non verificarsi del *malus*.²⁵

Infine, il caso di Tod's S.p.A., noto gruppo del settore lusso, illustra la possibilità di utilizzo dello strumento con adesione a KPI non esclusivamente ambientali nonché mostra uno stretto legame tra il finanziamento sottostante e la copertura con il derivato (entrambi con la medesima caratteristica di sostenibilità). Nel gennaio 2021, infatti, a fronte di un finanziamento *term loan* da 250 milioni (parte di un più ampio pacchetto da 500M con un *pool* di banche coordinato da Intesa Sanpaolo), utilizzato per rifinanziamento e a sua volta caratterizzato da un meccanismo *sustainability-linked*, Tod's ha stipulato un IRS SLD speculare al prestito, ripartito pro-quota tra gli istituti finanziatori.²⁶

Erano previsti tre KPI diversificati, riflesso di una strategia ESG multidimensionale, con *target* annuali per il periodo 2022-2024: l'incremento delle ore medie di formazione pro-capite per i dipendenti; il mantenimento e l'estensione della certificazione ambientale ISO 14001 a ulteriori siti produttivi; la destinazione di almeno l'1% dell'utile netto consolidato del Gruppo a iniziative di sostegno per la

²⁴ Cfr. GHELLA, Comunicato Stampa: *Da BNL Gruppo BNP PARIBAS per Ghella la prima soluzione di copertura tasso con finalità green*, 2021; BNL BNP PARIBAS, Comunicato Stampa: *Da BNL Gruppo BNP PARIBAS per Ghella la prima soluzione di copertura tasso con finalità green*, 2021.

²⁵ Sono stati utilizzati i Bilanci di Sostenibilità 2021, 2022, 2023 del Gruppo Ghella, consultabili in: <https://www.ghella.com/it/sostenibilita>.

²⁶ Cfr. GRUPPO TOD'S, Relazione Finanziaria Gruppo Tod's 2021.

comunità locale. Il meccanismo prevedeva una riduzione cumulata sia dello *spread* sul prestito (fino a un massimo di 14 punti base) sia del tasso fisso sull'IRS (ulteriori - 2 punti base) in caso di raggiungimento dei target. L'azienda ha comunicato di aver raggiunto gli obiettivi prefissati in tutte le rilevazioni (2021, 2022 e 2023), beneficiando quindi degli sconti previsti. L'operazione si inserisce in un contesto di impegno ESG di lunga data del Gruppo (membro UN Global Compact, DNF dal 2017, finanziamento di interventi come il restauro del Colosseo), rafforzando la credibilità dell'iniziativa e dimostrando la versatilità degli SLD nel supportare obiettivi ESG compositi e di natura anche sociale.²⁷

3.5 L'analisi congiunta dei casi esaminati, pur nella loro eterogeneità, consente di trarre alcune considerazioni trasversali sull'applicazione degli SLD nel contesto italiano e di riflettere sulle loro implicazioni pratiche alla luce dei temi emersi su potenzialità e rischi (cfr. par. 3.2 e 3.3).

Emerge innanzitutto una notevole diversità applicativa: gli SLD sono stati impiegati da aziende operanti in settori molto differenti (energia, costruzioni, lusso), legate a diversi tipi di derivati sottostanti (*FX forwards / swaps, Interest Rate Swaps*) e, soprattutto, a KPI sia ambientali (capacità rinnovabile, intensità emissiva, gestione scarti) che sociali (formazione, sostegno della comunità). Ciò conferma l'intrinseca flessibilità dello strumento (discussa al par. 3.2) nel potersi adattare a differenti strategie e priorità di sostenibilità, superando i limiti di strumenti *use-of-proceeds* più focalizzati.

Un aspetto che appare incoraggiante riguarda la scelta di KPI che sembrano possedere un buon grado di materialità e pertinenza rispetto al core business e alla strategia ESG dichiarata dalle imprese coinvolte.

Sebbene una valutazione definitiva richiederebbe un'analisi di materialità più

²⁷ Informazioni tratte dalla DNF e dalle sezioni sulla sostenibilità delle Relazioni Finanziarie Annuali Tod's S.p.A. 2021-2023.

approfondita e indipendente, la tendenza osservata a selezionare indicatori centrali (come le rinnovabili per Enel, l'efficientamento degli scarti di produzione per Ghella o il capitale umano per Tod's) sembra mitigare, almeno in parte, il rischio di *greenwashing* legato alla selezione di indicatori puramente di facciata o irrilevanti (cfr. par. 3.3).

Persiste invece una criticità significativa riguardo la trasparenza e la valutabilità esterna dell'ambizione degli SPT e della materialità dell'aggiustamento finanziario. Come evidenziato nei casi, spesso i *target* specifici o, più frequentemente, l'entità esatta dello sconto/penalità (in almeno due dei casi esaminati) non sono resi pubblici nei dettagli operativi. Questa opacità, pur comprensibile per ragioni di riservatezza commerciale, rappresenta un ostacolo rilevante per gli stakeholder esterni (investitori, analisti, società civile) che vogliano valutare l'effettivo impegno dell'azienda e la reale portata incentivante del meccanismo SLD, alimentando i dubbi sul rischio di *greenwashing* legato a *target* poco sfidanti o a incentivi puramente simbolici (cfr. par. 3.3).

Positiva appare, invece, la sistematicità del ricorso a verifiche terze indipendenti (revisori della DNF, piattaforme specializzate come Ecovadis) per l'accertamento del raggiungimento degli SPT, pratica fondamentale per conferire credibilità oggettiva allo strumento, in linea con le migliori prassi internazionali. Si nota inoltre come, almeno nei casi di ENEL e Tod's, l'adozione di SLD si inserisca in un contesto più ampio di strategie e impegni ESG dichiarati e di lunga data, rafforzandone la potenziale coerenza strategica e la credibilità complessiva rispetto a iniziative isolate. Il framework FX multi-operazione di Enel suggerisce anche una via verso strutture potenzialmente innovative ed efficienti, mentre i casi IRS più classici confermano il permanente *trade-off* tra personalizzazione e standardizzazione discusso in precedenza (par. 3.3).

Infine, i casi confermano il ruolo attivo delle principali istituzioni finanziarie operanti in Italia nel proporre e realizzare queste operazioni complesse, agendo

come controparti necessarie e partner nella strutturazione (cfr. par. 2). In sintesi, l'esperienza italiana iniziale con gli SLD, pur limitata e con significative zone d'ombra informative, mostra segnali incoraggianti (flessibilità, KPI apparentemente materiali, verifica esterna, potenziale coerenza strategica) ma conferma le sfide globali legate alla trasparenza su ambizione e incentivi.

Gli SLD appaiono come uno strumento potenzialmente utile nella faretra della finanza sostenibile, capace di promuovere l'integrazione tra ESG e gestione finanziaria (cfr. par. 3.2), ma la cui efficacia reale nel guidare la transizione dipende criticamente da un *design* rigoroso e da una comunicazione trasparente e verificabile da parte di imprese e intermediari.

4. Il presente lavoro ha analizzato criticamente i *Sustainability-Linked Derivatives* (SLD) quali strumenti emergenti all'intersezione tra innovazione finanziaria e finanza sostenibile, interrogandosi sul loro effettivo potenziale nel promuovere comportamenti aziendali allineati agli obiettivi ESG. Dall'analisi della loro strutturazione (par. 3.1), delle potenzialità (par. 3.2) e, soprattutto, dei rischi e delle criticità (par. 3.3), emerge un quadro complesso. Se da un lato gli SLD offrono meccanismi flessibili per integrare la sostenibilità nella gestione finanziaria e per segnalare l'impegno aziendale, dall'altro lato presentano significative vulnerabilità, in primis il rischio di *greenwashing* legato alla definizione e verifica di KPI e SPT, nonché sfide operative e di limitata trasparenza sulla materialità degli incentivi.

Le esperienze italiane esaminate (par. 3.4 - 3.5), pur mostrando segnali incoraggianti (KPI apparentemente materiali, verifiche esterne), confermano queste criticità. In definitiva, gli SLD si configurano come uno strumento innovativo e versatile, ma ancora in fase di maturazione e la cui credibilità dipende in modo cruciale da un *design* rigoroso e trasparente. Essi non rappresentano una panacea, ma possono costituire, se ben implementati e monitorati, un utile tassello – accanto ad altri strumenti – per rafforzare l'integrazione dei fattori ESG nelle strategie e nelle

prassi finanziarie delle imprese.

Il contributo di questo articolo risiede nell'aver offerto una sintesi critica aggiornata del dibattito e delle prime evidenze empiriche italiane. In un'epoca segnata da un evidente deterioramento del contesto globale e da crescenti vulnerabilità climatiche e sociali, strumenti come gli SLD, pur con le loro imperfezioni e i rischi evidenziati, assumono rilevanza quali tentativi concreti, nel settore finanziario, di rispondere a un'esigenza non più procrastinabile di responsabilità e di azione mirata alla sostenibilità.²⁸

La loro efficacia dipenderà, come sottolineato, dal rigore e dalla trasparenza con cui verranno implementati da imprese e intermediari. Come naturale per studi focalizzati su fenomeni emergenti, la presente analisi si colloca all'interno di un perimetro specifico: il focus è sul contesto italiano, l'esame empirico si basa su un numero contenuto di casi (pur rilevanti) e le valutazioni derivano dalle informazioni pubblicamente disponibili, che fisiologicamente non esauriscono ogni dettaglio operativo.

Ulteriori ricerche potrebbero utilmente ampliare l'analisi comparativa a livello internazionale e settoriale, approfondire le dinamiche negoziali e le percezioni degli operatori tramite indagini qualitative, monitorare l'impatto delle nuove normative europee (in particolare CSRD e norme specifiche anti-*greenwashing*) sulla strutturazione e diffusione degli SLD, nonché tentare, ove possibile, lo sviluppo di metodologie per una valutazione quantitativa *ex post* del loro impatto effettivo sulla performance di sostenibilità delle imprese.

Alessandro Di Nunno

²⁸ Tale esigenza di responsabilità individuale e collettiva di fronte alle sfide ambientali e sociali è stata sottolineata in ambiti diversi, da appelli scientifici (si pensi ai report IPCC sul cambiamento climatico) a documenti di ampia rilevanza etico-sociale, tra cui PAPA FRANCESCO, Lettera Enciclica *Laudato Si'* sulla cura della casa comune, Città del Vaticano, 2015.

INTELLIGENZA ARTIFICIALE E TRADING ALGORITMICO: SFIDE, RISCHI SISTEMICI E PROSPETTIVE NORMATIVE PER LA STABILITÀ DEI MERCATI FINANZIARI *

(Artificial Intelligence and algorithmic trading: challenges, systemic risks and regulatory prospects for the stability of financial markets)

ABSTRACT: *Il presente studio esamina il quadro normativo vigente in materia di trading algoritmico, con particolare attenzione alle sfide giuridiche derivanti dall'implementazione delle più avanzate tecnologie di Intelligenza Artificiale (IA). L'automazione dei processi decisionali pone interrogativi critici sull'adequatezza dell'attuale quadro normativo nel disciplinare un settore caratterizzato da un'elevata autonomia algoritmica, dall'opacità dei modelli decisionali e dall'intensificarsi dei rischi di manipolazione di mercato.*

L'indagine si sviluppa lungo tre direttrici principali. In prima istanza, viene condotta un'analisi della governance del trading algoritmico, delineata dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e dai relativi Regulatory Technical Standards (RTS), mettendone in evidenza i limiti nel disciplinare le peculiarità dei sistemi Intelligenza Artificiale avanzata. Successivamente, lo studio esamina le carenze dell'attuale impianto normativo, fondato sul Regolamento (UE) n. 596/2014 (MAR) e sulla Direttiva 2014/57/UE (MAD II), nell'arginare pratiche manipolative realizzate attraverso sofisticati sistemi di Intelligenza Artificiale, caratterizzati da modelli predittivi opachi. Da ultimo, il lavoro esplora le prospettive evolutive normative e di vigilanza. In tale contesto, viene valutata l'opportunità di un paradigma regolatorio basato sul rischio e di un modello di vigilanza innovativo, in grado di rispondere alle sfide poste dall'adozione di sistemi di IA di crescente complessità.

* Contributo approvato dai revisori.

This study examines the current regulatory framework governing algorithmic trading, with a particular focus on the legal challenges arising from the implementation of advanced Artificial Intelligence (AI) technologies. The automation of decision-making processes raises critical questions regarding the adequacy of existing regulations in overseeing a sector characterized by high algorithmic autonomy, the opacity of decision models, and the increasing risks of market manipulation.

The analysis develops along three principal axes. Firstly, it provides an examination of the governance of algorithmic trading as delineated by Directive 2014/65/EU (MiFID II) and the associated Regulatory Technical Standards (RTS), highlighting their limitations in addressing the specificities of advanced AI-driven systems. Secondly, the study scrutinizes the shortcomings of the current regulatory framework - primarily structured around Regulation (EU) No. 596/2014 (MAR) and Directive 2014/57/EU (MAD II) - in effectively countering manipulative practices facilitated by sophisticated AI systems characterized by opaque predictive models. Finally, the research explores prospective regulatory and supervisory developments. In this context, it assesses the viability of a risk-based regulatory paradigm and an innovative supervisory model capable of addressing the challenges posed by the adoption of increasingly complex AI systems in financial markets.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Intelligenza Artificiale e trading algoritmico: limiti normativi e strutturali del quadro normativo vigente - 3. Intelligenza Artificiale e manipolazioni di mercato: rischi sistemici e implicazioni regolatorie. - 4. (segue): La manipolazione informativa, disinformazione e Intelligenza Artificiale. - 5. *Artificial Intelligence Act* e prospettive normative per il trading algoritmico. - 6. Considerazioni conclusive.

1. L'utilizzo sempre più frequente di tecnologie di Intelligenza Artificiale (IA) avanzate nel trading algoritmico è foriero di enormi vantaggi dietro ai quali si celano notevoli rischi. La complessità di tali tecnologie solleva questioni critiche in materia di *governance*, trasparenza e stabilità del sistema finanziario.

L'attuale impianto normativo, fondato sulla Direttiva 2014/65/UE¹, sul Regolamento (UE) n. 596/2014² e sulla Direttiva 2014/57/UE³ è stato concepito al fine di disciplinare le dinamiche tradizionali del trading algoritmico e non per regolamentare le implicazioni derivanti dall'autonomia decisionale dei sistemi di IA. Tali tecnologie, non solo possono essere impiegate per attuare manipolazioni di mercato, ma svilupparle in autonomia, senza un'intenzionalità diretta da parte degli operatori umani. Ciò mette in discussione l'efficacia delle disposizioni vigenti, che potrebbero non essere sufficientemente idonee a mitigare i rischi emergenti, né a garantire un'adeguata ricostruzione delle modalità attraverso le quali il sistema di Intelligenza Artificiale adottato sia giunto a tali conclusioni, data l'opacità con cui essi operano.

Per tali ragioni, verranno esaminate le principali criticità del sistema normativo attualmente vigente, valutandone l'adeguatezza rispetto alle sfide poste dai sistemi di Intelligenza Artificiale di ultima generazione e volgendo lo sguardo verso alcune disposizioni normative di recente emanazione contenute nel Regolamento (UE) 2024/1689.⁴

Infine, si considererà l'opportunità di integrare innovativi strumenti di vigilanza basati su tecnologie, i quali potrebbero contribuire a rafforzare la capacità delle Autorità competenti e garantire un monitoraggio più efficiente dei processi decisionali automatizzati.

2. Le tecnologie all'avanguardia di sistemi di Intelligenza Artificiale⁵ e di

¹ *Market Instrumental Financial Directive* (d'ora in avanti MIFID II).

² *Market Abuse Regulation* (d'ora in avanti MAR).

³ *Market Abuse Directive* (d'ora in avanti MAD II).

⁴ *Artificial Intelligence Act* (d'ora in avanti AI Act).

⁵ In IOSCO, *The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers*, in *Final Report*, September 2021, p. 5 tale idioma viene ricondotto a: "the study of methods for making computers mimic human decisions to solve problems. AI includes tasks such as learning, reasoning, planning, perception, language understanding and robotics. AI in the financial

machine learning (ML),⁶ caratterizzate da un crescente livello di autonomia e complessità, rivestono un ruolo sempre più centrale nell'*Algorithmic Trading* (AT)⁷ e nell'*High Frequency Trading* (HFT).⁸ Entrambi i modelli rappresentano strategie avanzate per la negoziazione di strumenti finanziari, contraddistinte da una trasmissione dati estremamente rapida ed efficiente. Tuttavia, questa rapidità e autonomia possono amplificare il rischio di improvvisa ed elevata volatilità dei mercati finanziari⁹, generando scenari di mercato imprevedibili.

Il legislatore europeo, nell'ottica di garantire un'efficace regolamentazione del trading algoritmico, ha predisposto - nell'ambito della MiFID II¹⁰ ulteriormente implementata con l'emanazione di standard tecnici regolamentari¹¹ - una disciplina

services industry is still in its relative infancy and is poised to become more common, and with that will come legal, ethical, economic and regulatory challenges”.

⁶ Per un inquadramento sistematico delle tecnologie di *machine learning* v. ESMA, *Artificial intelligence in EU securities markets*, in *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities Risk Analysis (ESMA50-164-6247)*, 2023, pp. 5-15.

⁷ Art. 4, par.1, punto 39), MiFID II.

⁸ Art. 4, par. 1, punto 40), MiFID II.

⁹ Si fa riferimento ai rischi che possono essere generati dall'HFT, in particolare, ad episodi che prendono il nome di “*flash crash*”, contraddistinti per una repentina ed alta volatilità delle quotazioni dei titoli nei mercati finanziari. Il più celebre - verificatosi il 6 maggio del 2010 - colpì *Dow Jones*, generando una discesa (in soli dieci minuti) da 10.650 punti a 10.520 punti. Per ulteriori approfondimenti in tema v. MCGOWAN, *The Rise of Computerized High-Frequency Trading: Use and Controversy*, in 16 *Duke L. & Tech. Rev.* 1, 2010; PUORRO, *High Frequency Trading: una panoramica*, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional paper)*, n. 198, settembre 2013; LUPOI, *La negoziazione algoritmica ad alta frequenza e la struttura dei mercati: due casi negli Stati Uniti*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle Obbligazioni*, Fascicolo 1, Annata 2019. I rischi originati dall'utilizzo di tali sistemi vengono ampiamente esaminati in PREWITT, *High-Frequency Trading: Should Regulators Do More*, in *Michigan Telecommunications and Technology Law Review*, Vol. 19, Issue 1, 2012; SORNETTE-VON DER BECKE, *Crashes and High Frequency Trading*, in *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, N. 11-63, 2011.

¹⁰ Per maggiori approfondimenti v. CONAC, *Algorithmic Trading and High-Frequency Trading (HFT)*, in BUSH-FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets*, Oxford, 2017; MAHONEY-RAUTERBERG, *The Regulation of Trading Markets: A Survey and Evaluation*, in *Virginia Law and Economics Research Paper No. 2017-07*, 2017; WOODWARD, *The Need for Speed: Regulatory Approaches to High Frequency Trading in the United States and the European Union*, in *Vanderbilt Law Review*, Volume 50, Issue 5(2011), 2017, p. 1359 ss.; BUSCH, *MiFID II: regulating high frequency trading, other forms of algorithmic trading and direct electronic market access*, in *Law and Financial Markets Review*, Vol. 10, issue 2, 2016, pp. 72-86.

¹¹ Sviluppate dall'ESMA ed introdotti con l'emanazione del Regolamento Delegato (UE) 2017/589 della Commissione del 19 luglio 2016 (d'ora in avanti RTS 6) e del Regolamento Delegato (UE) 2017/584 della Commissione del 14 luglio 2016 (d'ora in avanti RTS 7), volti rispettivamente a specificare

ad hoc in materia di *governance* indirizzata alle imprese di investimento¹² e alle sedi di negoziazione.¹³

Il complesso quadro normativo vigente, pur ispirandosi formalmente al principio della neutralità tecnologica¹⁴, impone agli operatori finanziari di rispettare stringenti obblighi di *governance* e controllo, articolati sia in una fase preventiva¹⁵ che in una successiva¹⁶; ciò al fine di promuovere un impiego “prudente” e consapevole degli algoritmi di negoziazione utilizzati nel trading automatizzato, garantendo al contempo adeguati livelli di trasparenza nei mercati finanziari.

Un elemento critico insito nell’attuale paradigma regolatorio risiede nel rischio che le imprese di investimento concentrino le proprie risorse nell’analisi retrospettiva delle prestazioni algoritmiche¹⁷, trascurando una valutazione più ampia

ulteriori requisiti organizzativi: a) delle imprese di investimento che effettuano operazioni di negoziazione algoritmica (RTS 6); b) delle sedi di negoziazione (RTS 7).

¹² Art. 17, MIFID II.

¹³ Art. 48, par. 5, MIFID II.

¹⁴ Principio cardine della regolamentazione normativa in materia finanziaria, volto a garantire che le norme vengano applicate in modo coerente ed uniforme, indipendentemente dalla tecnologia adottata. In ossequio a tale principio, il legislatore è tenuto ad astenersi da qualsivoglia valutazione in merito alle tecnologie, evitando di ostacolare o limitare il progresso tecnologico. Ne consegue l’obbligo di adottare un impianto normativo fondato su criteri funzionali e sostanziali, anziché su specifiche tecnologie.

¹⁵ In particolare, gli RTS 6 definiscono una serie di obblighi per le imprese di investimento, che devono adottare un approccio metodologico rigoroso al fine di mitigare i rischi derivanti dall’operatività algoritmica, privilegiare la prevenzione *ex ante* di distorsioni del mercato ed impedire che configurazioni strategiche degli algoritmi possano favorire fenomeni di abuso o manipolazione sistemica. In tale prospettiva, l’art. 13, RTS 6, istituisce un peculiare sistema automatizzato di sorveglianza per l’individuazione delle manipolazioni di mercato.

¹⁶ Le imprese di investimento, al fine di conformarsi ai requisiti *ex post* previsti dalla normativa vigente, sono tenute ad implementare strutture di controllo interno adeguate alle loro strategie di trading e ai rischi connessi. In particolare, devono garantire un monitoraggio costante delle operazioni tramite un “sistema automatizzato di sorveglianza” in grado di individuare tempestivamente anomalie e condotte potenzialmente dannose per l’integrità del mercato.

Nell’ambito della gestione del rischio e della conformità le imprese di investimento sono tenute ad adottare strumenti di controllo che includano: “controlli pre-negoziazione sull’immissione degli ordini” per prevenire ordini dannosi (art. 15 RTS 6); “monitoraggio in tempo reale” per individuare comportamenti speculativi (art. 16 RTS 6); “controlli post-negoziazione” per verificare eventuali violazioni normative (art. 17, RTS 6).

¹⁷ Si fa riferimento ai controlli di conformità (art. 6, RTS 6), finalizzati a verificare che le componenti del sistema algoritmico risultino perfettamente allineate con le prescrizioni imposte dalle sedi di negoziazione o dai fornitori di accesso diretto al mercato, garantendo al contempo l’adeguatezza funzionale e l’affidabilità dell’infrastruttura di trading (art. 6, par. 2, RTS 6).

delle implicazioni sistemiche e del potenziale impatto sulla stabilità dei mercati. Tale problematica diviene ancor più rilevante quando si considerano algoritmi dotati di avanzate capacità di apprendimento autonomo, il cui sviluppo adattivo può accentuare le difficoltà di previsione del loro comportamento, incrementando l'esposizione a rischi di natura sistemica e strutturale.

Gli strumenti regolatori vigenti risultano spesso ancorati a paradigmi statici e inadeguati a disciplinare sistemi caratterizzati da apprendimento autonomo. Per tali ragioni, appare opportuna una revisione dell'attuale impianto normativo, in grado di bilanciare l'esigenza di sicurezza e supervisione con la promozione di un modello flessibile e dinamico, capace di integrare nuovi strumenti di controllo e di mitigazione del rischio, senza tuttavia ostacolare lo sviluppo e l'implementazione di soluzioni tecnologiche avanzate nel settore degli investimenti automatizzati.

3. L'adozione delle tecnologie di Intelligenza Artificiale nei mercati finanziari solleva nuove e rilevanti perplessità in merito all'adequatezza del quadro normativo europeo di contrastare le sfide emergenti connesse a pratiche manipolative¹⁸ realizzate mediante strumenti algoritmici avanzati.

Tali condotte, disciplinate dall'art. 12 MAR,¹⁹ sono qualificate come distorsioni

Inoltre, al fine di assicurare la resilienza dei sistemi di negoziazione, il modello regolatorio prevede l'esecuzione di simulazioni prestazionali (artt. 5 e 7 RTS 6) da condurre in "ambienti di produzione simulati" (art. 7, RTS 6), evitando qualsiasi sperimentazione diretta nei mercati reali.

¹⁸ Per una classificazione delle principali tipologie di manipolazione di mercato v. DI CIOMMO, *Smart Contract, robo advisor e mercati finanziari*, in FALCE (a cura di), *Strategia dei dati e Intelligenza Artificiale verso un nuovo ordine giuridico del mercato*, Torino, 2023, pp. 257-260.

In tema v. anche PUTNIŃŠ, *An Overview of Market Manipulation*, in ALEXANDER-CUMMING (a cura di), *Corruption and Fraud in Financial Markets: Malpractice, Misconduct and Manipulation*, West Sussex, 2020, ove viene fornita una classificazione delle principali tecniche di manipolazione, molte delle quali, sebbene originariamente sviluppate per contesti di trading manuale o algoritmico tradizionale, sono oggi implementate con modelli avanzati di IA. L'impiego di tali tecnologie di trading ad alta frequenza ha reso le pratiche manipolative più sofisticate, rapide e difficili da identificare.

¹⁹ In particolare, il par. 2, lett. c) riconosce il potenziale distorsivo delle operazioni HFT, classificandole come uno strumento che potrebbe compromettere la trasparenza del mercato, qualora dovessero generare interruzioni nei sistemi di negoziazione, rendere difficile la distinzione tra ordini legittimi e manipolatori, o creare segnali fuorvianti riguardo alle condizioni di mercato.

delle forze di domanda e offerta o alterazioni dei prezzi degli strumenti finanziari. Tuttavia, nel contesto del trading algoritmico, in cui le decisioni operative sono affidate a modelli matematici predittivi altamente complessi, diviene arduo tracciare un confine netto tra pratiche lecite e comportamenti manipolatori.

In termini generali, le pratiche di manipolazione del mercato realizzate mediante tecnologie di Intelligenza Artificiale possono essere ricondotte a due fattori principali: da un lato, le vulnerabilità strutturali²⁰ intrinseche ai sistemi di IA, suscettibili di essere sfruttate per finalità illecite²¹; dall'altro, la crescente autonomia decisionale di tali tecnologie²², con rilevanti implicazioni in materia di attribuzione della responsabilità e regolamentazione del trading algoritmico.²³

²⁰ Sul punto in PUPILLO-FANTIN-FERREIRA-POLITO, *Artificial Intelligence and Cybersecurity Technology, Governance and Policy Challenges*, in *Final Report of a CEPS Task Force*, 2021, p. 57, viene messo in evidenza che “tutti gli attacchi che possono essere effettuati su sistemi di intelligenza artificiale basati su regole possono anche essere effettuati su sistemi ML statici o in evoluzione”. Pertanto, basandosi le “decisioni prese da qualsiasi sistema di intelligenza artificiale” sempre più “su input percepiti dall’ambiente” ne consegue che “i problemi di sicurezza devono anche essere affrontati a livello di utilizzo, anche nel caso di un sistema perfettamente corretto e senza compromessi”.

²¹ In BLAETH-GSTREI-ZWITTER, *Artificial Intelligence Crime: An Overview of Malicious Use and Abuse of AI*, in *IEEE Access* 2022, Vol 10, 2022, pp. 77110-77122, viene proposta un’analisi sull’uso malevolo dell’IA nel trading algoritmico e sul rischio di manipolazioni sistematiche attraverso modelli avanzati di apprendimento automatico, sottolineando come l’IA sia sempre più integrata in attività criminali e dannose, ampliando le vulnerabilità esistenti e introducendo nuove minacce. L’articolo individua quattro tipi di abuso dannoso dell’IA (attacchi di integrità, risultati di intelligenza artificiale non intenzionali, trading algoritmico, attacchi di inferenza dell’adesione) e quattro categorie di uso dannoso dell’IA (ingegneria sociale, disinformazione/notizie false, *hacking*, sistemi d’arma autonomi). La mappatura di queste minacce consente una riflessione approfondita sulle strategie di *governance* e sulle misure regolatorie necessarie per minimizzare i rischi e prevenire conseguenze dannose.

²² Un caso emblematico della condotta autonoma potenzialmente lesiva dell’IA è evidenziato in BYRD, *Learning Not to Spoof*, in *ICAIF ‘22: Proceedings of the Third ACM International Conference on AI in Finance*, 2022, ove si illustra che gli agenti di apprendimento per rinforzo, se lasciati privi di vincoli normativi, possono sviluppare autonomamente strategie manipolative come lo *spoofing*. Questo fenomeno fa emergere il rischio che sistemi di IA ottimizzino il profitto attraverso comportamenti illeciti, senza che ciò sia esplicitamente programmato dagli sviluppatori.

²³ Come esaminato in KORINEK-BALWIT, “*Aligned with Whom? Direct and Social Goals for AI System*”, in BULLOCK-CHEN-HIMMELREICH-HUDSON-KORINEK-YOUNG-ZHANG (a cura di) *The Oxford Handbook of AI Governance*, Oxford Handbooks, 2024, pp. 65-85, l’IA può essere allineata a obiettivi diretti, ossia quelli del suo operatore, oppure a obiettivi sociali più ampi, che includono la stabilità e l’equità del sistema finanziario. Tuttavia, l’assenza di un adeguato quadro normativo per bilanciare questi obiettivi rischia di amplificare comportamenti opportunistici e aumentare la vulnerabilità dei mercati alle manipolazioni automatizzate.

L'opacità²⁴ dei modelli decisionali e la difficoltà di interpretazione dei processi computazionali²⁵ pongono sfide inedite per il diritto dei mercati finanziari, rendendo imprescindibile una revisione critica e proattiva dell'attuale assetto normativo.

L'impiego non consapevole, negligente o pregiudizievole dell'IA nei mercati finanziari può generare inefficienze strutturali, con il rischio di amplificare le vulnerabilità sistemiche e compromettere la resilienza complessiva del sistema finanziario globale²⁶. Oltre agli eventi riconducibili a negligenza umana, anche i difetti tecnici insiti nelle piattaforme di negoziazione automatizzata possono indurre condizioni di mercato anomale, penalizzando in modo asimmetrico alcuni partecipanti.²⁷

²⁴ In AZZUTTI-RINGE-STIEHL, *Machine Learning, Market Manipulation and Collusion on Capital Markets: Why the "Black Box" Matters*, in *University of Pennsylvania Journal of International Law*, Vol. 43, no. 1, 2021, p. 119, si sottolinea quanto segue: “the ability to explain algorithms’ outcomes and decisions becomes prominent with regard to liability issues for AI wrongdoing, as enforcement authorities will need to ascertain liability by considering the specific contribution of several individuals within an investment firm in order to guarantee effective enforcement and deterrence. Undoubtedly, specific autonomous AI agents’ “black box” nature adds another layer of complexity for the safe application of liability rules”.

²⁵ Sul punto si rinvia a RASCHNER, *Supervisory Oversight of the Use of AI and ML by Financial Market Participants*, in BÖFFEL-SCHÜRGER (a cura di), *Digitalisation, Sustainability, and the Banking and Capital Markets Union: Thoughts on Current Issues of EU Financial Regulation*, Palgrave Macmillan, 2023, pp. 99-123, ove vengono esaminate le problematiche inerenti alla trasparenza nell'impiego dell'intelligenza artificiale (IA) e del *machine learning* (ML) da parte degli operatori del mercato finanziario. Inoltre, vengono approfondite le modalità attraverso le quali le Autorità di supervisione possono esercitare le proprie prerogative per accedere in modo dettagliato ai sistemi di trading algoritmico, ivi inclusi i modelli di apprendimento automatico e i relativi parametri. In senso conforme in BIBAL-LOGNOUL-DE STREEL-FRÉNAY, *Legal requirements on explainability in machine learning*, in *Artificial Intelligence and Law*, vol. 29, no. 2, 2021, pp. 149-169, si evidenzia che le Autorità di Vigilanza UE nel pieno esercizio dei loro poteri possono accedere ai dettagli dei sistemi di negoziazione algoritmica, incluse le informazioni sostanziali sui modelli di *machine learning*.

²⁶ Per un approfondimento su come l'Intelligenza Artificiale stia cambiando rapidamente il modo in cui viene gestito il sistema finanziario v. DANIELSSON-MACRAE-UTHEMANN, *Artificial Intelligence and Systemic Risk*, in *Journal of Banking and Finance*, Volume 140, 2022.

²⁷ Il caso “*Quoine Pte Ltd contro B2C2 Ltd*” rappresenta un precedente significativo che affronta le questioni giuridiche derivanti dall'utilizzo di algoritmi di trading. Nella sentenza [2020] SGCA(I) 02, discussa da SENG, *Quoine Pte Ltd v B2C2 Ltd: Commentary* (June 2020), in 中国-新加坡“一带一路”国际商事审判案例选(第一卷), *China-Singapore “One Belt One Road” International Business Cases Digest Part 1*, 2020, viene esaminato il caso vertente sulla possibilità per una piattaforma di scambio di criptovalute di annullare transazioni eseguite da algoritmi di trading, in un contesto in cui le parti non contestavano la natura sistematica dell'errore. Tale questione verrà risolta con il

L'accertamento della responsabilità per condotte illecite facilitate dall'IA e la quantificazione del danno conseguente rappresentano un'operazione di elevata complessità²⁸, in quanto non è sempre agevole distinguere sofisticate forme di manipolazione all'interno di un elevato volume di operazioni commerciali legittime. Inoltre, nella maggior parte delle giurisdizioni, l'onere della prova impone a pubblici ministeri e querelanti di dimostrare in modo inequivocabile l'intenzionalità dolosa degli individui coinvolti nelle strategie manipolative. Questa valutazione si rivela particolarmente onerosa, poiché le Autorità di regolamentazione devono ricostruire il grado di partecipazione di ciascun agente coinvolto, all'interno di una rete spesso opaca di soggetti interconnessi a un progetto di Intelligenza Artificiale.

4. L'ultima categoria di manipolazione di mercato abilitata dall'Intelligenza Artificiale che merita approfondimento riguarda la propagazione sistematica di notizie false o fuorvianti. Tale pratica costituisce una delle forme più perniciose²⁹ di manipolazione di mercato, con ripercussioni significative sulla determinazione del valore degli strumenti finanziari e sulla fiducia degli investitori.

In questo contesto, strumenti di IA possono generare e diffondere, con elevata rapidità e capillarità, informazioni ingannevoli attraverso *social media*³⁰, il cui avvento ha conferito a ogni individuo un duplice ruolo, non più limitato alla mera

riconoscimento della legittimità delle operazioni compiute da B2C2 che ha approfittato di un'anomalia algoritmica del *software* di determinazione dei prezzi della piattaforma di scambio "Quoine", sfruttando un malfunzionamento del programma "Quoter" a proprio vantaggio.

²⁸ In FLETCHER, *Deterring Algorithmic Manipulation*, in *Vanderbilt Law Review*, Vol 74, Iss. 2, 2021, p. 260 si sostiene che "l'acuto fallimento della legge nel punire la manipolazione algoritmica incentiva i potenziali trasgressori a utilizzare algoritmi per mascherare i loro misfatti, esponendo i mercati a danni sistemici significativi".

²⁹ Sul punto v. LIN, *The New Market Manipulation*, in *Emory Law Journal*, Vol. 66, Issue 6, 2017, p. 1255 e ss.

³⁰ In tema, MISCHITELLI, *IA e settore bancario-finanziario*, in IASELLI (a cura di), *AI ACT Principi, regole ed applicazioni pratiche del Reg. UE 1689/2024*, Santarcangelo di Romagna, 2024, p. 228, evidenzia come attraverso l'utilizzo di algoritmi di elaborazione di linguaggio naturale sia possibile analizzare vaste raccolte di materiale testuale e cogliere i concetti chiave, tendenze nascoste rilevabili dall'analisi dei dati dei *social network* come *tweet* e post di *Instagram*, *Facebook*. La pratica appena descritta prende il nome di *text mining*.

acquisizione passiva delle informazioni, ma esteso alla creazione istantanea e alla condivisione di contenuti. Ne consegue un ampliamento esponenziale del bacino informativo accessibile a una platea potenzialmente illimitata di utenti. L'interazione di questi nuovi canali comunicativi con le strategie operative dei trader algoritmici può generare effetti sistemici rilevanti sulla stabilità dei mercati finanziari, alimentando dinamiche di volatilità e, in taluni casi, potenziali distorsioni delle normali condizioni di mercato.

La difficoltà nell'attribuire una paternità univoca alle informazioni diffuse in rete e la possibilità che esse assumano la veste di raccomandazioni implicite o esplicite di investimento sollevano interrogativi di natura regolatoria, specialmente in relazione all'art. 3, par. 1, punto 35), MAR.³¹ Quest'ultimo disciplina le comunicazioni suscettibili di orientare le scelte degli investitori e pone limiti stringenti alla diffusione di indicazioni finanziarie da parte di soggetti privi delle necessarie autorizzazioni di settore.

L'interconnessione tra algoritmi finanziari e ambienti digitali decentralizzati pone, dunque, la necessità di una riflessione approfondita sulle vulnerabilità insite nei modelli operativi contemporanei. L'adozione di strumenti normativi adeguati e lo sviluppo di meccanismi di rilevamento delle distorsioni informative risultano imprescindibili per mitigare i rischi di manipolazione e preservare l'integrità dei mercati finanziari globali.

A tal riguardo, la disposizione normativa dell'art. 12, par. 1, lett. c), MAR, risulta idonea³² a contrastare queste condotte manipolative. Tuttavia, essa prescrive come condizione che *“la persona che ha proceduto alla diffusione sapeva, o avrebbe dovuto sapere, che le informazioni erano false o fuorvianti”*, il che pone significative

³¹ In cui si definisce “raccomandazione in materia di investimenti”: “informazioni destinate ai canali di distribuzione o al pubblico, intese a raccomandare o a consigliare, in maniera esplicita o implicita, una strategia di investimento in merito a uno o a più strumenti finanziari o emittenti, ivi compresi pareri sul valore o sul prezzo presenti o futuri di tali strumenti”.

³² In quanto prevede che la manipolazione del mercato possa avvenire non solo attraverso i mezzi di informazione, inclusi i canali digitali, ma anche mediante “ogni altro mezzo”.

difficoltà applicative quando il soggetto agente è un sistema di Intelligenza Artificiale avanzato, non sempre riconducibile alle categorie soggettive della responsabilità tradizionale. Questa criticità rende opportuno un aggiornamento delle fattispecie disciplinate dal MAR al fine di adeguarle alle nuove problematiche giuridiche derivanti dall'uso di sofisticate tecnologie di Intelligenza Artificiale, collocabili nell'alveo di IA avanzate.

5. L'analisi di nuovi scenari manipolativi di mercato conferma un dato rilevante: la sofisticazione raggiunta dalle più innovative metodologie di Intelligenza Artificiale rischia di determinare un aumento di condotte che oltrepassano i limiti normativi attualmente imposti in materia di trading algoritmico, rendendo sempre più problematico il loro efficace inquadramento giuridico.

L'approccio basato sul rischio delineato nell'*Artificial Intelligence Act* (c.d. *AI Act*) potrebbe rappresentare un paradigma normativo innovativo, idoneo a consolidare l'attuale disciplina e a renderla coerente con le nuove sfide poste dall'evoluzione tecnologica.

In particolare, ai sistemi catalogati come "ad alto rischio" sono imposti rigorosi requisiti volti a garantire supervisione umana, trasparenza e solidità tecnica, prevenendo così eventuali ripercussioni sui diritti fondamentali e sulla sicurezza degli individui.

Tuttavia, l'ambito applicativo dell'*AI Act* è circoscritto alle applicazioni di Intelligenza Artificiale con implicazioni dirette sulla sicurezza e sui diritti fondamentali, escludendo i rischi di natura puramente economica, come le perdite finanziarie. Di conseguenza, l'efficacia della normativa nel settore finanziario, e in particolare nel trading algoritmico, risulta limitata. Queste applicazioni, infatti, non rientrano nella classificazione di sistemi ad alto rischio, a differenza di quelle utilizzate nel *credit scoring* bancario, esplicitamente incluse nell'Allegato III. Tale lacuna solleva interrogativi con riguardo alla possibilità di estendere l'impianto normativo a settori

in cui i rischi, pur non essendo direttamente correlati ai diritti fondamentali, potrebbero avere effetti sistemici significativi.

L'*AI Act* potrebbe avere un notevole impatto sulla *governance* tecnologica nel trading algoritmico. Il suo impianto regolatorio permette di affinare il quadro regolamentare, rispondendo alle sfide emergenti in termini di stabilità finanziaria e integrità del mercato, specialmente alla luce dell'evoluzione dell'Intelligenza Artificiale. Infatti, alcune sue applicazioni nel trading algoritmico presentano un potenziale di rischio significativamente superiore rispetto ad altre, rendendo necessaria l'introduzione di una regolamentazione mirata in tal senso.

Alla luce di queste riflessioni, emergono due elementi critici dall'attuale assetto normativo vigente: l'*AI Act* impone requisiti stringenti solo alle applicazioni classificate come "ad alto rischio", senza però includervi il trading algoritmico, mentre MiFID II non contempla in modo diretto l'impiego dell'Intelligenza Artificiale nel trading algoritmico. Il *vulnus* normativo in questione impone una riflessione cruciale sui criteri per classificare e regolamentare le tecnologie di IA nel trading algoritmico come strumenti ad alto rischio.

In tale prospettiva, appare opportuno intraprendere un esame comparativo tra la più datata MiFID II e l'*AI Act*, che potrebbe fornire spunti utili per la costruzione di un modello normativo più calibrato sui rischi specifici delle applicazioni di IA nel trading algoritmico.

In particolare, l'*AI Act* prevede che i sistemi di IA ad alto rischio debbano essere "progettati e sviluppati, anche con strumenti di interfaccia uomo-macchina adeguati, in modo tale da poter essere efficacemente supervisionati da persone fisiche durante il periodo in cui sono in uso"³³. A tal fine, la supervisione umana deve essere orientata verso la riduzione dei rischi "*che possono emergere quando un sistema di Intelligenza Artificiale ad alto rischio è utilizzato conformemente alla sua finalità prevista o in*

³³ Art. 14, par. 1, AI Act.

*condizioni di uso improprio ragionevolmente prevedibile*³⁴. Inoltre, la portata del controllo umano deve essere commisurata alle caratteristiche peculiari dello strumento tecnologico adottato, al livello di sofisticazione e al grado di rischio insito nelle varie applicazioni settoriali e nei differenti contesti operativi. Infine, si annoverano meccanismi di controllo atti a permettere all'uomo di monitorare le operazioni dei sistemi di Intelligenza Artificiale, mitigare fenomeni distorsivi del sistema, comprendere in maniera corretta gli effetti generati e, in *extrema ratio*, intervenire direttamente per sospendere il funzionamento del sistema.³⁵

MiFID II prevede requisiti di supervisione umana, realizzata attraverso l'implementazione di sistemi di monitoraggio e controllo automatizzati, al fine di scongiurare ed impedire manipolazioni di mercato. Tuttavia, l'integrazione di sistemi di Intelligenza Artificiale all'avanguardia può generare episodi di manipolazione, talmente complessi da eludere facilmente tali controlli, ormai obsoleti. Sebbene tali sistemi di controllo possano mitigare le distorsioni di mercato più evidenti, essi non garantiscono una adeguata efficienza nel contrastare i fenomeni più sofisticati.

L'introduzione di requisiti di trasparenza e fornitura di informazioni ai *deployer*³⁶ da parte dell'*AI Act* si configura come uno strumento fondamentale per garantire un utilizzo responsabile dei sistemi di Intelligenza Artificiale, assicurando che gli operatori comprendano in modo adeguato le capacità e i limiti intrinseci dei sistemi, e che i fornitori e gli utilizzatori rispettino i vincoli normativi stabiliti.³⁷ In aggiunta, l'*AI Act*, prescrive l'obbligo di comunicare istruzioni dettagliate³⁸ riguardo l'interpretabilità dei modelli di Intelligenza Artificiale. Tale disposizione ha lo scopo di agevolare il compito degli esperti nell'interpretazione e nella validazione dei risultati prodotti dai sistemi³⁹, nonché di analizzare le interfacce uomo-macchina

³⁴ Art. 14, par. 2, AI Act.

³⁵ Art. 14, par. 4, AI Act.

³⁶ Art. 13, AI Act.

³⁷ Art. 13, par. 1, AI Act.

³⁸ Art. 13 par. 2 e 3, AI Act.

³⁹ Art. 13 par. 3, lett b), punti iv) e vii), AI Act.

progettate per facilitare l'interazione e la comprensione del funzionamento dell'IA.⁴⁰

Per quanto concerne MiFID II, le società di investimento che adottano *software* o componenti di IA forniti da terzi sono tenute a disporre di una documentazione tecnica che accompagna i prodotti acquisiti. Tuttavia, la responsabilità giuridica per la conformità alle normative rimane inequivocabilmente in capo alle imprese di investimento⁴¹, le quali sono obbligate a mantenere una documentazione idonea a garantire il rispetto delle disposizioni regolamentari. Questa distinzione evidenzia un significativo divario tra l'*AI Act* e MiFID II riguardo agli standard di trasparenza: mentre l'*AI Act* adotta un approccio dettagliato e rigoroso, MiFID II offre una previsione meno approfondita sul piano normativo.

L'efficacia dei requisiti di trasparenza risulta strettamente correlata al livello di competenza delle parti coinvolte, in particolare, in relazione alla comprensione dei principi e dei meccanismi sottesi all'Intelligenza Artificiale. A tal fine, l'*AI Act* impone obblighi formativi per il personale responsabile della gestione e dell'impiego dei sistemi di IA.⁴²

Analogamente, il modello normativo vigente impone che il personale di conformità disponga di una comprensione adeguata dei sistemi di negoziazione algoritmica e mantenga un dialogo costante con esperti del settore.⁴³ Sebbene MiFID II preveda, teoricamente, standard elevati di trasparenza per i sistemi di trading algoritmico, l'applicazione pratica di tali disposizioni risulta inadeguata. La

⁴⁰ Art. 13 par. 3, lett. d) AI Act.

⁴¹ In ESMA, *Questions and Answers On MiFID II and MiFIR market structures topics*, 2022, ESMA70-872942901-38, p. 34, si precisa che: “quando le imprese utilizzano sistemi di terze parti che offrono funzionalità di trading algoritmiche, sono in ultima analisi responsabili del rispetto dei requisiti pertinenti di cui all'articolo 17 di MiFID II e RTS 6, come specificamente dettagliato nell'articolo 4 o RTS 6. Tuttavia, non avendo un controllo diretto sul sistema, sul suo funzionamento e sugli algoritmi implementati, queste aziende potrebbero non essere materialmente in grado di garantire che tutti i requisiti siano soddisfatti. In tali casi, le imprese possono garantire la conformità a quei requisiti tecnici che non possono altrimenti essere soddisfatti dall'impresa stessa attraverso accordi contrattuali con il fornitore del sistema, in cui quest'ultimo si impegna a garantire che il sistema, il suo funzionamento e gli algoritmi utilizzati siano conformi ai requisiti legali pertinenti”.

⁴² Art. 4, AI Act.

⁴³ Art. 2, par. 1, RTS 6.

regolamentazione, infatti, si concentra principalmente sugli effetti osservabili sul mercato, anziché sulla trasparenza e comprensione dell'Intelligenza Artificiale lungo l'intero percorso di sviluppo del sistema.

Nel contesto altamente competitivo del settore finanziario, le pratiche di *governance* dei dati adottate dalle imprese risultano generalmente opache. Nonostante l'assenza di una disciplina normativa esplicita in questo ambito, è ragionevole ipotizzare che le imprese ricorrano a forme di autoregolamentazione orientate alla gestione dei dati. Tuttavia, la normativa finanziaria vigente potrebbe esercitare un'influenza diretta sulle politiche di *governance* dei dati, disciplinando la creazione, l'utilizzo e la distribuzione delle informazioni di mercato.⁴⁴

A tale riguardo, si evidenziano gli sforzi normativi volti a migliorare l'accesso e la disponibilità di dati di qualità nel trading algoritmico, anche attraverso l'istituzione di un'infrastruttura europea centralizzata per la gestione dei dati finanziari.⁴⁵

La MiFID II e gli RTS non trattano in modo sistematico gli aspetti tecnici relativi della *governance* dei dati. La progettazione e l'implementazione di sistemi di *trading* basati su Intelligenza Artificiale presuppongono una gestione rigorosa del percorso di sviluppo dei dati, che include raccolta, elaborazione e validazione, al fine di garantire risultati affidabili e riproducibili. L'*AI Act*, al contrario, si distingue per un approccio più prescrittivo, imponendo requisiti rigorosi di *governance* dei dati⁴⁶ per l'addestramento di modelli di IA, che devono essere "sviluppati sulla base di set di

⁴⁴ In ARNER-CASTELLANO-SELGA, *Financial Data Governance: The Datafication of Finance, the Rise of Open Banking and the End of the Data Centralization Paradigm*, in *European Banking Institute Working Paper Series* 2022 - no. 117, 2022, gli autori esaminano come la digitalizzazione e la globalizzazione della finanza abbiano trasformato le transazioni finanziarie in trasferimenti di dati, con infrastrutture finanziarie che operano come reti di dati e istituzioni finanziarie che fungono da processori di dati. L'articolo esplora le sfide che riguardano la *governance* dei dati finanziari nel contesto della finanza digitale e delle infrastrutture digitali correlate. Seppur non esplicitamente menzionato, il trading algoritmico presenta peculiarità strettamente correlate ad un più ampio quadro della *governance* dei dati finanziari analizzato dagli autori.

⁴⁵ Per ulteriori approfondimenti in tema v. ESMA, *Data Strategy 2023-2028*, in *ESMA50-157-3404*, 2023.

⁴⁶ Art 10, *AI Act*.

dati di addestramento, convalida e prova che soddisfano i criteri di qualità”⁴⁷. In tale contesto, l’impianto normativo impone che i dati siano pertinenti, rappresentativi e, nella misura del possibile, esenti da errori e completi.⁴⁸

L’applicazione di requisiti analoghi nel settore del trading algoritmico presenta rilevanti criticità. Sebbene i sistemi di trading basati su Intelligenza Artificiale siano spesso sviluppati in ambienti sperimentali, la disciplina dei mercati finanziari e dei modelli algoritmici non ha ancora definito indicatori standardizzati e criteri precisi per la qualità e la *governance* dei dati. Di conseguenza, il rapporto tra la regolamentazione finanziaria e le disposizioni sulla *governance* dei dati nell’ambito dell’Intelligenza Artificiale è segnato da un elevato grado di incertezza interpretativa.

In prospettiva *de jure condendo*, l’*AI Act* potrebbe fungere da modello per il consolidamento della *governance* dell’Intelligenza Artificiale nel contesto del trading algoritmico. Ciò potrebbe tradursi nell’adozione di misure che garantiscano l’adeguatezza dei dati utilizzati per l’addestramento dei modelli alle finalità legittime, con l’obiettivo di migliorare la trasparenza e la correttezza delle pratiche di mercato.

L’ultimo profilo su cui verte l’analisi riguarda i sistemi di gestione del rischio⁴⁹, che rappresentano un requisito fondamentale per limitare le criticità provenienti dall’uso di sistemi sofisticati di Intelligenza Artificiale.

Sia l’*AI Act* che la MiFID II impongono requisiti stringenti di gestione del rischio, sebbene adottino approcci differenti. MiFID II impone controlli specifici per prevenire distorsioni di mercato durante l’operatività, mentre l’*AI Act* si concentra sulla valutazione preventiva e sulla documentazione dettagliata.

Tuttavia, l’*AI Act* introduce una regolamentazione *ex ante* più articolata⁵⁰, che contempla obblighi di *testing* in ambienti operativi reali⁵¹ sotto determinate

⁴⁷ Art. 10, par. 1, AI Act.

⁴⁸ Art. 10, par. 3, AI Act.

⁴⁹ Art. 9, AI Act.

⁵⁰ Art. 9, par. 6, AI Act.

⁵¹ Art. 9, par. 7, AI Act.

condizioni.⁵² Questo contrasta con il tradizionale sistema di *governance* del trading algoritmico, il quale impone una rigorosa separazione tra ambienti di *test* e di produzione.

La gestione del rischio e i principi di supervisione e responsabilità umana sono concetti giuridicamente interdipendenti. Entrambi i modelli normativi dell'Unione Europea mirano a rafforzare e garantire elevati standard di responsabilità⁵³. In questa prospettiva, le sfide emergenti in materia di gestione del rischio e conformità normativa, amplificate dalla crescente complessità tecnologica, regolamentare e di mercato, stanno accelerando lo sviluppo e l'adozione di soluzioni *RegTech*.⁵⁴ Contestualmente, l'integrazione dell'Intelligenza Artificiale nei processi di conformità normativa deve avvenire in aderenza alla legislazione settoriale e alle disposizioni specifiche riguardanti l'utilizzo dell'Intelligenza Artificiale.

Nel complesso, l'approccio delineato dall'*AI Act* in materia di supervisione umana si distingue per una maggiore articolazione e dettaglio, tenendo conto della portata più ampia della protezione normativa, poiché introduce obblighi documentali più stringenti e promuove l'adozione di misure preventive⁵⁵ finalizzate a garantire un controllo umano⁵⁶ continuo ed efficace sui sistemi di Intelligenza Artificiale. Al

⁵² Art. 60, *AI Act*.

⁵³ Per una analisi sulle sfide normative generali derivanti dalla necessità di conciliare un approccio orizzontale alla regolamentazione dell'Intelligenza Artificiale con le specificità settoriali dei mercati finanziari v. SCIARRONE ALIBRANDI-RABITTI-SCHNEIDER, *The European AI Act's Impact on Financial Markets: From Governance to Co-Regulation*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, no. 138, 2023.

⁵⁴ In CHAROENWONG-KOWALESKI-KWAN-SUTHERLAND, *RegTech: Technology-driven compliance and its effects on profitability, operations, and market structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 154, 2024, viene evidenziata una crescita degli investimenti in *RegTech*, suggerendo che la regolamentazione può incidere sull'adozione della tecnologia sia in modo diretto che indiretto, con effetti sulle funzioni di conformità e sulla struttura del mercato.

⁵⁵ Ai sensi dell'art. 14, par. 3, *AI Act*, "le misure di sorveglianza sono commisurate ai rischi, al livello di autonomia e al contesto di utilizzo del sistema di IA ad alto rischio e sono garantite mediante almeno uno dei tipi di misure seguenti: a) misure individuate e integrate nel sistema di IA ad alto rischio dal fornitore prima della sua immissione sul mercato o messa in servizio, ove tecnicamente possibile; b) misure individuate dal fornitore prima dell'immissione sul mercato o della messa in servizio del sistema di IA ad alto rischio, adatte ad essere attuate dal deployer".

⁵⁶ Sul punto ENQVIST, *"Human oversight" in the EU artificial intelligence act: what, when and by whom?*, in *Law, Innovation and Technology*, Vol. 15, no. 2, 2023, pp. 508-535, offre una analisi critica

contrario, MiFID II, pur focalizzandosi sulla prevenzione del superamento delle soglie di rischio di mercato e di condotta da parte dei sistemi di Intelligenza Artificiale, adotta un approccio basato sui risultati e non impone alle imprese operanti nel trading algoritmico l'obbligo di predisporre documentazione esaustiva sulla supervisione umana, se non su richiesta delle Autorità competenti.

Infine, i requisiti stabiliti dall'*AI Act* per la gestione del rischio nelle applicazioni IA classificate come "ad alto rischio" mostrano un significativo allineamento con l'art. 17, MiFID II, pur risultando più articolati. Diversamente, i requisiti della MiFID II in materia di trading algoritmico si applicano indipendentemente dall'uso di specifiche metodologie di IA o dalla variabilità dei livelli di rischio, con il potenziale effetto di lasciare alcune applicazioni particolarmente rischiose prive di una disciplina ancor più articolata.

6. L'analisi comparativa delle disposizioni vigenti evidenzia che l'*AI Act* impone vincoli più stringenti ai fornitori di sistemi di Intelligenza Artificiale classificati come "ad alto rischio". Inoltre, si è visto come la regolamentazione del trading algoritmico non abbia ancora sviluppato un assetto normativo in grado di rispondere adeguatamente ai rapidi progressi delle tecnologie basate sull'Intelligenza Artificiale, sollevando interrogativi circa la necessità di un adeguamento giuridico.

Considerata la specificità del settore finanziario, non tutte le disposizioni dell'*AI Act* risultano compatibili con le dinamiche del trading algoritmico. Tuttavia, alcune potrebbero fungere da modello per l'evoluzione del quadro normativo.

Un'estensione generale della classificazione di "alto rischio" a tutte le applicazioni di IA nel trading algoritmico non sarebbe appropriata, in quanto i livelli

sul contenuto, i limiti e le implicazioni di tale requisito di supervisione, proponendo riflessioni sulla necessità di una supervisione efficace per assicurare un impiego dell'IA centrato sull'uomo. In particolare, evidenzia alcune ambiguità e lacune presenti nell'*AI Act* mettendo in discussione l'affidamento eccessivo sui fornitori per garantire l'infrastruttura di supervisione di sistemi IA ad alto rischio.

di rischio variano significativamente in relazione a caratteristiche tecnico-operative dei sistemi di Intelligenza Artificiale, come il grado di autonomia, l'opacità e le reali capacità di influire sui mercati. In questa prospettiva, una soluzione più equilibrata potrebbe consistere nell'adattamento selettivo dell'*AI Act* alle specificità del settore finanziario, garantendo così un equilibrio tra innovazione tecnologica, tutela degli operatori di mercato e stabilità del sistema finanziario.

Inoltre, l'analisi condotta ha evidenziato come l'implementazione di sistemi avanzati di Intelligenza Artificiale nel trading algoritmico configuri un paradigma operativo che sfida le tradizionali architetture regolatorie dei mercati finanziari e i meccanismi di supervisione della condotta di mercato.

L'adozione di strumenti di supervisione tecnologica (*SupTech*)⁵⁷ basati su Intelligenza Artificiale, *machine learning* e analisi avanzata dei *big data* potrebbe ottimizzare la capacità di monitoraggio del mercato, consentendo una più tempestiva individuazione delle anomalie e delle pratiche abusive. La digitalizzazione della reportistica e l'istituzione di *database* normativi centralizzati agevolerebbero la raccolta e l'analisi delle informazioni, riducendo i tempi di reazione alle irregolarità.

Nonostante le potenzialità offerte dal *SupTech*, il vigente quadro normativo presenta criticità strutturali⁵⁸ che ne limitano l'effettiva implementazione. La frammentazione delle strategie di vigilanza a livello transfrontaliero costituisce un ulteriore ostacolo alla prevenzione e repressione delle nuove forme di abuso di

⁵⁷ Per un quadro aggiornato sulle tecnologie *SupTech* e sulla loro adozione da parte dell'Autorità di vigilanza v. CAMBRIDGE SUPTECH LAB, *State of SupTech Report 2023*, Cambridge, 2023, ove viene messo in evidenza quanto le Autorità di vigilanza stiano investendo in tecnologie avanzate al fine di colmare il divario rispetto agli operatori privati. L'adozione di strumenti *SupTech* basati su Intelligenza Artificiale e *big data analysis* si sta affermando come una soluzione chiave per migliorare l'efficienza del monitoraggio finanziario e garantire una risposta tempestiva alle anomalie di mercato.

⁵⁸ In HARRIS, *Artificial intelligence and policing of financial crime: a legal analysis of the state of the field*, in GOLDBARSHT-DE KOKER (a cura di), *Financial technology and the law: combating financial crime*, Springer, 2022, pp. 281-299, l'autore pone l'accento su come l'uso dell'Intelligenza Artificiale nella lotta ai crimini finanziari sia già una realtà consolidata, ma il suo impiego da parte delle Autorità di vigilanza rimane ancora limitato a causa della frammentazione normativa e delle differenze tecnologiche tra i vari Stati membri.

mercato derivanti dall'uso di tecnologie avanzate. La crescente sofisticazione del trading algoritmico e la globalizzazione dei mercati finanziari impongono un ripensamento delle strategie regolatorie, al fine di garantire alle Autorità di vigilanza strumenti adeguati a contrastare le pratiche manipolative in maniera efficace e tempestiva.

Infine, l'assenza di una chiara attribuzione di responsabilità giuridica nelle dinamiche di mercato governate dall'IA, unitamente alla possibilità di sviluppare strategie speculative ad alta frequenza basate su modelli opachi, evidenzia la necessità di un aggiornamento regolamentare che potrebbe trovare fondamento su un approccio basato sul rischio, alla stregua di quanto disposto dall'*AI Act*. Tale disposizione normativa rappresenta un passo significativo verso una disciplina più organica delle tecnologie basate sull'Intelligenza Artificiale. Tuttavia, la sua applicazione al settore finanziario esige un processo di integrazione normativa più articolato.

Giuseppe Failla Rifici

I NUOVI PARADIGMI DEL POTERE SANZIONATORIO DELLA CONSOB *

(The new paradigms of Consob's sanctioning power)

ABSTRACT: *Il potere sanzionatorio svolge un ruolo centrale in ambito finanziario, esprimendo funzioni sia retributive che deterrenti, strumentali all'attività di vigilanza. L'art. 23 della legge n. 21 del 5 marzo 2024 estende l'istituto giuridico degli impegni all'intero sistema finanziario, consentendo ai soggetti responsabili di violazioni amministrative di evitare l'imposizione di sanzioni adottando specifiche azioni correttive. Tale intervento legislativo segna un cambiamento verso nuovi paradigmi del potere sanzionatorio, introducendo un approccio preventivo e orientato alla compliance, in chiave deflattiva del contenzioso.*

La riforma non esaurisce gli ambiti di intervento che potranno essere percorsi, in quanto la Legge Capitali stabilisce specifici criteri-delega che autorizzano il Governo a revisionare l'intero regime sanzionatorio in materia finanziaria.

The sanctioning power plays a pivotal role within the financial ecosystem, with both retributive and deterrent functions being instrumental to supervisory activities.

Article 23 of Law No. 21 of 5th March 2024 extends the legal mechanism of commitments to the entire financial system, allowing parties liable for administrative violations to avoid the imposition of sanctions by undertaking specific remedial actions. This marks a shift toward a new paradigm of enforcement within national law, introducing a preventive and compliance-oriented approach to the sanctioning framework.

The reform does not represent the full extent of forthcoming measures, as the 'Legge Capitali' sets out specific delegation criteria that authorize the government to

* Contributo approvato dai revisori.

intervene comprehensively in the entire sanctioning regime.

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. L'istituto degli impegni. - 3. Segue: ... Problemi applicativi - 4. Il Regolamento CONSOB e la consultazione al mercato - 5. Le interferenze con il sistema penale. - 6. I criteri-delega per la riforma del sistema sanzionatorio: prospettive de iure condendo.

1. La Legge n. 21 del 5 marzo 2024 conferisce una rinnovata attualità al potere sanzionatorio della CONSOB, in quanto estende l'ambito applicativo dell'istituto degli impegni alla materia finanziaria, segnando il passaggio dal modello punitivo-afflittivo ad uno orientato alla cura dell'interesse degli investitori e al buon funzionamento del mercato.¹ Si tratta, infatti, di uno strumento idoneo a definire nuovi paradigmi della potestà punitiva in chiave preventiva, favorendo una maggiore collaborazione tra l'Autorità di vigilanza e i potenziali destinatari del provvedimento sanzionatorio.

La novella risponde ad un intento deflattivo nella misura in cui apre alla possibilità di concludere il procedimento senza addivenire all'irrogazione della sanzione.

L'intervento legislativo, tuttavia, non si limita ad implementare tale istituto, ma estende la sua portata al sistema sanzionatorio complessivamente considerato, in vista della delega per la revisione del Testo unico finanziario che include, tra l'altro, anche «*la riforma organica ed il riordino del sistema sanzionatorio e di tutte le procedure sanzionatorie recati dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58*».²

La Legge Capitali si inserisce in un contesto normativo sovranazionale

Le opinioni espresse nel presente elaborato sono attribuibili esclusivamente all'autore e non rappresentano posizioni ufficiali della CONSOB, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i contenuti del presente elaborato, non è pertanto corretto attribuirli alla CONSOB o ai suoi Vertici.

¹ FIRPO, Assonime – circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali, in Rivista del Notariato, fasc. n. 3, 2024, p. 551.

² La Legge 11 marzo 2025, n. 28 modifica la Legge 5 marzo 2024, n. 21, estendendo la delega per un ulteriore anno e specificando il criterio relativo alla modifica del sistema sanzionatorio, generico nella sua prima versione e ora particolarmente dettagliato nella formulazione dell'art. 19-bis.

caratterizzato da una progressiva convergenza delle fattispecie di illecito amministrativamente e penalmente rilevanti, cui fa da contraltare la carenza di uniformità dei procedimenti sanzionatori e dei limiti edittali adottati dai singoli Stati membri. Tale disomogeneità apre la via ad arbitraggi normativi e al fenomeno del *forum shopping*, che porta al mancato ingresso in borsa o al *delisting* delle imprese in quei paesi caratterizzati da maggiore severità del sistema di *enforcement*³, costituendo un ostacolo alla piena realizzazione della Capital Markets Union.

Si tratta di un aspetto emerso chiaramente dal rapporto dell'ESMA 2023⁴, ove vengono illustrate le differenze tra i vari Stati membri nell'applicazione delle sanzioni in relazione all'ammontare della singola sanzione e della quantità di provvedimenti irrogati⁵. In particolare, dal *report* emerge come il valore medio di sanzioni irrogate in Italia sia inferiore rispetto a quelle di altri Paesi esaminati, a fronte di un quantitativo di provvedimenti particolarmente elevato.⁶

A fronte di tale dato, l'ESMA evidenzia come vi siano ancora margini di intervento per realizzare una maggiore convergenza tra le Autorità nazionali attraverso la creazione di una cultura comune di *enforcement* a livello europeo.⁷

In tale ottica, la disciplina delle sanzioni amministrative, se sapientemente congegnata, può costituire una leva per lo sviluppo del mercato dei capitali, contribuendo alla crescita dell'economia di un Paese. In tale direzione muove la legge

³ Cfr. SAVONA, *Intervento di saluto del Presidente Prof. Paolo Savona in occasione del seminario CONSOB-Bocconi sul tema: "Supervisione finanziaria e sistema sanzionatorio" 28 ottobre 2022*, in www.consob.it.

⁴ <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-publishes-first-consolidated-report-sanctions>.

⁵ Va osservato, tuttavia, come tali divergenze dipendano anche dalla maturità e dalla grandezza del mercato di riferimento.

⁶ Dato che potrebbe giustificarsi in ragione della necessità di commisurare le sanzioni alla capacità finanziaria dei soggetti sanzionati, alla luce del tessuto economico italiano, notoriamente caratterizzato da una prevalenza della piccola e media impresa. Cfr. ALVARO, *Sanzioni e procedimento sanzionatorio CONSOB*, in *Rivista delle Società*, n. 1, 2023, p. 121.

⁷ Report ESMA, *Sanctions and measures imposed under AIFMD, BMR, CSDR, ECSPR, EMIR, MAR, MiCA, MiFID II - MiFIR, PR, SFTR and UCITS in 2023*, (cfr. ESMA43-1527801302-1333 Report on Sanctions and measures imposed under AIFMD, BMR, CSDR, ECSPR, EMIR, MAR, MiCA, MiFID II - MiFIR, PR, SFTR and UCITS in 2023).

delega, la quale legittima la revisione del potere sanzionatorio attribuito all'Autorità di vigilanza.

Le prospettive di riforma si innestano in un contesto di forte disaffezione alle regole e alla burocrazia nazionali da parte di grandi imprese, che rafforza l'urgenza di rendere più attraente il mercato italiano attraverso l'efficientamento e la semplificazione delle regole, senza mai tralasciare la tutela del risparmiatore.

In una realtà di parziale crisi del ricorso al mercato dei capitali, che ha visto una riduzione delle quotazioni sul listino principale (*delisting*)⁸ dovuta alla competizione tra ordinamenti e a forme di finanziamento alternative, la Legge Capitali rappresenta un primo passo per la riforma organica del sistema sanzionatorio in ambito finanziario, alla luce del ruolo fondamentale che riveste la potestà punitiva per garantire un sistema efficiente e competitivo anche in un'ottica general preventiva.

Il sistema punitivo in ambito finanziario ha subito nel tempo una progressiva evoluzione sul piano sostanziale e procedurale⁹, avvenuta in un contesto normativo sovranazionale che ha progressivamente esteso gli ambiti di intervento del potere di *enforcement* ed elevato i limiti edittali della risposta punitiva. Tale processo ha portato, a partire dalla crisi finanziaria del 2008, ad un sensibile incremento del numero di sanzioni irrogate in ambito finanziario, in misura ben superiore al settore bancario e assicurativo, e all'applicazione di sanzioni penali e amministrative gravemente afflittive, che incidono sia sulle libertà personali che sul patrimonio della

⁸ Il 2024 ha segnato un record negativo di *delisting* (29 società fuori da Piazza Affari) e un numero minimo di IPO (solo 4, di cui una sul mercato regolamentato). Negli ultimi anni l'uscita dalla Borsa avviene per il tramite di OPA, atteso che nel triennio 2020-2023 su un totale di 76 offerte pubbliche 56 (ossia il 74%) si sono concluse con il *delisting*. V. *Occasional Report Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020-2023*, 16 dicembre 2024, in www.consob.it.

⁹ Per una completa disamina in una prospettiva diacronica si veda ALVARO-BIANCONI-LIETO, *L'evoluzione del modello di sanzione nel diritto dei mercati finanziari e il suo vaglio giurisdizionale*, in BERTOLISSI-LAMANDINI-NANIA (a cura di), *La tutela giurisdizionale effettiva dei diritti. Sfide e prospettive in materia economico-finanziaria nell'ordinamento italiano*, 2024, Milano, p. 415 e ss.

persona fisica e/o dell'ente.

Il compendio di misure sanzionatorie irrogabili viene assistito da sanzioni accessorie interdittive, applicate quasi sempre automaticamente, che limitano la libertà di iniziativa economica e il diritto all'esercizio della propria attività da parte dei destinatari.

Il quadro sanzionatorio è reso ancora più gravoso dalla previsione di un doppio binario di tutela penale e amministrativa nella materia degli abusi di mercato, ammettendo la possibilità che un medesimo fatto integri diversi illeciti. L'avvio di due procedimenti non coordinati – l'uno dinanzi alla CONSOB e l'altro innanzi al giudice penale – può generare diseconomie processuali a fronte della possibilità che i due procedimenti abbiano esiti diversi tra loro, rimettendo alla valutazione discrezionale dell'Autorità la determinazione della sanzione nell'ottica di garantire un trattamento proporzionato.

Le sanzioni possono, peraltro, essere incrementate nel caso in cui vengano contestati alla persona giuridica illeciti amministrativi derivanti da reato ai sensi dell'art. 25-*sexies* del d. lgs. n. 231/2001.

La propensione espansiva delle fattispecie di illecito perseguibili in sede amministrativa consente di far leva sul carattere retributivo della sanzione irrogabile all'esito dell'accertamento della violazione, a discapito della funzione preventiva che ne rappresenta un aspetto funzionale e complementare all'espletamento dei poteri di vigilanza dell'Autorità.

Sebbene sul piano nazionale il rafforzamento dei poteri sanzionatori dell'Autorità sia stato accompagnato dall'incremento delle garanzie di difesa a presidio dell'incolpato, attraverso la definizione in via pretoria di limiti invalicabili entro cui circoscrivere la potestà punitiva propria della CONSOB¹⁰, tuttavia persistono criticità che suggeriscono un ripensamento del sistema punitivo previsto dal Testo

¹⁰ A partire dalla sentenza *Grande Stevens and Others vs. Italy*, ECHR 062 (2014), 4 marzo 2014 (in [https://hudoc.echr.coe.int/eng#{%22itemid%22:\[%22001-141370%22\]}\).](https://hudoc.echr.coe.int/eng#{%22itemid%22:[%22001-141370%22]})

unico della Finanza.

L'istituto degli impegni muove in questa direzione, inaugurando un nuovo modo d'intendere il rapporto tra privato e Autorità.

La novella presenta, invero, alcuni margini di incertezza interpretativa che potranno essere superati con il nuovo Regolamento sul procedimento sanzionatorio della CONSOB, anche grazie al consolidarsi della prassi applicativa del nuovo istituto deflattivo.

Quest'ultimo non esaurisce il novero di iniziative che potranno essere messe in campo per il rinnovamento della funzione sanzionatoria dell'Autorità di vigilanza, che ne valorizzi la strumentalità rispetto agli obiettivi di vigilanza.

La revisione del sistema sanzionatorio che si preannuncia nell'ambito della riforma al Testo unico della finanza costituisce un'occasione importante per contribuire al mercato unico ed efficiente in ambito europeo, costituendo una tappa essenziale nell'ambito del progetto di semplificazione delle regole in materia di mercati di capitali e dei relativi oneri, di stimolo della partecipazione ai mercati degli investitori e di promozione della convergenza delle prassi a livello comunitario.

2. Le Autorità amministrative indipendenti operano in un settore nel quale si sperimentano modelli innovativi di esercizio della potestà punitiva, atteso che essa in taluni ambiti – come nella disciplina consumeristica – può non esplicarsi nella sua pienezza, ma anzi essere sostituita da impegni comportamentali del responsabile della violazione, da forme di *moral suasion* preliminari all'apertura del procedimento ovvero da programmi di clemenza che riducono o escludono del tutto la sanzione.¹¹

In particolare, gli impegni costituiscono un istituto di matrice comunitaria recepito a livello nazionale sin dai primi anni 2000 in materia *antitrust* e progressivamente esteso ad ambiti diversi da quello della concorrenza, ivi inclusa la

¹¹ Cfr. FRATINI, *Le sanzioni delle Autorità Amministrative indipendenti*, Padova, 2011, p. XXXIV.

materia finanziaria.¹²

Nell'ambito delle riforme volte a rafforzare la competitività del mercato di capitali italiano, infatti, l'art. 23 della legge n. 21 del 5 marzo 2024 (c.d. Legge Capitali) ha introdotto nella parte V del TUF un nuovo titolo II *bis*, nel quale è prevista la disciplina degli impegni in ambito finanziario: l'art. 196-ter, rubricato "Impegni".

Si tratta di un peculiare istituto "preventivo" che prevede la facoltà per il soggetto destinatario degli addebiti di presentare, entro 30 giorni dalla notifica della lettera di contestazione, *«impegni tali da far venir meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato oggetto della contestazione ... che la CONSOB può rendere obbligatori [chiudendo] il procedimento sanzionatorio senza accertare la violazione»*.

La *ratio* di tale istituto consiste nel garantire maggiore efficienza ed efficacia al potere di *enforcement* della CONSOB, analogamente a quanto già previsto in materia anticoncorrenziale.

Il rapporto di mutua esclusione tra la decisione di impegni e l'irrogazione della sanzione risponde, infatti, ad una funzione deflattiva del procedimento sanzionatorio, affiancandosi a istituti già contemplati nel Testo unico della Finanza -

¹² L'art. 9 Reg. CE 1/2003 già prevedeva un analogo potere per la Commissione Europea, quale metodo di risoluzione delle istruttorie avviate per violazioni delle disposizioni *antitrust*. Qualche anno dopo, gli impegni sono stati recepiti a livello nazionale dal d.l. n. 223/2006 (conv. nella legge n. 248/2006) che ha introdotto l'art. 14-ter nella legge n. 287/1990, che attribuisce all'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato la possibilità di definire i procedimenti per intese restrittive della concorrenza o abuso di posizione dominante con l'approvazione delle proposte di impegni da parte delle imprese interessate dalle istruttorie. Le decisioni con impegni dinanzi all'Antitrust sono state estese anche ad ulteriori ambiti di sua competenza, con riferimento alle istruttorie relative alle pratiche commerciali scorrette (art. 27 del d.lgs. n. 206/2005; "Codice del Consumo") e in materia di pubblicità ingannevole (art. 8 del d.lgs. n. 145/2007). Tale istituto è stato poi adottato in ambiti diversi da quello della concorrenza, attribuendo i relativi poteri all'Autorità competente di settore: il citato d.l. n. 223/2006 ha, infatti, previsto la presentazione di impegni dinanzi all'Autorità per le garanzie nelle comunicazioni nei procedimenti in cui occorra promuovere la concorrenza nella fornitura delle reti e servizi di comunicazione elettronica e delle risorse e servizi correlati, ai sensi del Codice delle comunicazioni elettroniche di cui al d.lgs. n. 259/2003. Nel 2011, le decisioni con impegni sono state introdotte anche dinanzi all'Autorità di regolazione per energia, reti e ambiente ("ARERA"; art. 45, comma 3, del d.lgs. n. 93/2011) e dinanzi all'Autorità di regolazione dei trasporti ("ART"; art. 37, comma 3, lett. f), del d.l. n. 201/2011, conv. con mod. dalla legge. n. 214/2011 e successivamente modificato).

quali l'ordine di porre termine alla violazione ai sensi dell'art. 194-*quater*, il pagamento in misura ridotta di cui all'art. 194-*quinquies* nel caso di condotta di scarsa offensività o pericolosità e la possibilità di non sanzionare le condotte inoffensive previste dall'art. 194-*sexies*.

Pur costituendo espressione del potere di vigilanza attiva della CONSOB analogamente all'ordine di porre termine alla violazione, tuttavia gli impegni se ne differenziano per il carattere negoziale derivante dal coinvolgimento proattivo dell'operatore che sottopone la proposta di impegni.

Questi ultimi, infatti, assolvono ad una funzione dialogante con il trasgressore al fine di individuare il trattamento rimediante pattizio in luogo dell'accertamento formale dell'illecito, rappresentando un utile strumento di "adempimento collaborativo".

L'estensione dell'istituto degli impegni alla materia finanziaria esprime la profonda evoluzione che ha investito il potere sanzionatorio delle Autorità indipendenti, segnando il superamento del modello punitivo-afflittivo per favorire la tutela degli investitori e il buon funzionamento dei mercati.¹³

La predisposizione di un programma di "clemenza" rivolto al responsabile della violazione evoca, infatti, una funzione deterrente e non già punitiva del potere sanzionatorio.¹⁴

Si tratta di un istituto potenzialmente applicabile a tutte le «*violazioni di competenza della CONSOB*», secondo una locuzione generica che ne estende potenzialmente il perimetro oggettivo a tutti gli illeciti che ricadono nella competenza dell'Autorità di vigilanza.

In tal senso, la Relazione illustrativa del Governo chiarisce che la nuova disciplina include una moltitudine di fattispecie ed ipotesi di illecito disciplinate dal TUF, ivi incluse le violazioni della disciplina sugli abusi di mercato (artt. 187-*bis* e ss.

¹³ FIRPO, *Assonime – circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21, cit.*, p. 554.

¹⁴ Cfr. nota 3.

TUF).

La notevole estensione dell'istituto porta con sé problematiche di applicazione pratica specie con riferimento alla materia di *insider trading* e manipolazione di mercato. Tali fattispecie, infatti, possono essere commesse anche da persone fisiche, rispetto alle quali risulta difficile comprendere l'efficacia della promessa di non commettere più tali forme di illecito in futuro e la coercibilità degli impegni così assunti. Tanto più difficilmente configurabile è l'impegno alla restituzione del profitto realizzato, atteso che nella prassi non è infrequente che la proposta di impegni sia presentata in concomitanza con la disposizione del sequestro da parte della CONSOB, frustrando così l'efficacia della promessa di restituzione di quanto indebitamente percepito formulata dal responsabile della violazione.

Potrebbe risultare più efficace ipotizzare il versamento di un'ulteriore somma di denaro a favore, ad esempio, del Fondo Indennizzo dei Risparmiatori ovvero del Fondo per la tutela stragiudiziale dei risparmiatori e investitori¹⁵, quali forme equivalenti di tutela degli interessi degli investitori e del mercato.

Sul piano procedimentale, la novella presenta alcuni tratti che si discostano dalla disciplina *antitrust*: la proposta di impegni da parte dell'interessato presuppone, infatti, l'avvio del procedimento sanzionatorio mediante la notifica della lettera di contestazione degli addebiti, momento a partire dal quale il destinatario potrà presentare la proposta entro 30 giorni – la cui natura perentoria o meno non è precisata dalla norma - ed eventualmente concludere il procedimento senza alcun accertamento dell'illecito.

Una volta presentati, l'Autorità è chiamata a valutarne l'ammissibilità e idoneità a far venire meno i profili di lesione degli interessi degli investitori e del mercato.

L'Autorità deve, pertanto, accertare se gli impegni presentati consentano di

¹⁵ Si fa riferimento al Fondo istituito presso la CONSOB con decreto legge 8 ottobre 2007, n. 179.

rimuovere in modo certo e facilmente verificabile gli effetti pregiudizievoli della condotta contestata e se essi siano pertinenti e proporzionati rispetto alla violazione, avendo presente, al contempo, i benefici e gli svantaggi che possono derivare dall'approvazione degli impegni.¹⁶

L'accettazione degli impegni presentati dall'incolpato implica, altresì, una valutazione preliminare della gravità della violazione e dell'idoneità degli impegni ad eliminare profili di lesione da parte della CONSOB, la quale può renderli obbligatori alla luce del grado di lesività della violazione, oltre che «*nei limiti previsti dall'ordinamento dell'Unione Europea*».

In ogni caso, tale valutazione è caratterizzata da un elevato margine di discrezionalità, sul quale non è chiaro a quale giudice – civile o amministrativo – compete il sindacato giurisdizionale.¹⁷

Tale momento “decisorio” può, peraltro, essere integrato da un'eventuale consultazione degli operatori di settore (cd. *market test*).¹⁸

Il provvedimento conclusivo non ha natura di accordo bilaterale, bensì di provvedimento unilaterale adottato dall'Autorità di vigilanza. Il Consiglio di Stato¹⁹ sul punto ha stabilito che le decisioni con impegni non sono assimilabili agli accordi sostitutivi del provvedimento amministrativo, in quanto la valutazione rimessa all'Autorità integra, piuttosto, un provvedimento unilaterale, che valuta positivamente e rende giuridicamente efficace un atto endoprocedimentale di parte.

L'istituto degli impegni può essere inquadrato nel novero degli obblighi di

¹⁶ La ponderazione comparativa degli interessi delle parti private rispetto all'interesse pubblico all'applicazione della sanzione emerge con maggiore evidenza nell'adozione degli impegni da parte dell'ARERA, ove si fa riferimento al «*più efficace perseguimento degli interessi tutelati dalle disposizioni che si assumono violate*».

¹⁷ MODUGNO-FANTON, *Profili civili e penali della nuova disciplina degli “Impegni” ex art. 196-ter T.U.F.*, in *Le Società*, fasc. n. 7/2024, p. 882 e ss.

¹⁸ Previsione che stride con la disciplina sul procedimento sanzionatorio avviato dalla CONSOB, ove non si prevede alcuna partecipazione di soggetti diversi dai destinatari della lettera di contestazione, a differenza della procedura attivata innanzi all'*Antitrust*.

¹⁹ Cfr. Consiglio di Stato, Sez. VI, sentenza 23 giugno 2023, n. 6177.

facere, che si traducono in misure riparatorie/restitutorie ovvero nell'adozione di modifiche di tipo organizzativo o procedurale volte a rimediare o prevenire future violazioni.

L'effettiva ottemperanza degli obblighi che il responsabile della violazione assume richiede un costante monitoraggio da parte dell'Autorità, la quale può a tal fine esercitare i propri poteri di vigilanza (art. 196-ter comma 2 del TUF).²⁰

In caso di mancato adempimento, è possibile riattivare il procedimento sanzionatorio al ricorrere di tre condizioni: 1) se si modifica in modo determinante la situazione di fatto rispetto ad un elemento su cui si fonda la decisione dell'Autorità di accettare gli impegni; 2) se i soggetti interessati contravvengono agli impegni assunti; 3) se la decisione si fonda su informazioni trasmesse dalle parti che sono incomplete, inesatte o fuorvianti.

Al ricorrere di una di tali ipotesi, si prevede l'inasprimento del trattamento sanzionatorio che l'Autorità può irrogare, mediante l'innalzamento del 10 per cento dei limiti edittali massimi della sanzione amministrativa pecuniaria prevista.²¹

3. Se a livello teorico la disciplina introdotta dall'art. 196-ter TUF appare decisamente promettente in termini di agevolazione dell'attività della CONSOB, alcuni elementi ne mettono però in dubbio l'efficacia pratica e l'effettività.

In primo luogo, la disciplina sopra delineata presenta profili problematici laddove consente la presentazione di impegni in una fase in cui, all'esito dell'istruttoria, l'Autorità ha già acquisito tutti gli elementi necessari e ha cristallizzato l'accertamento della violazione nella lettera di contestazione.

²⁰ Qui si pone il problema del limite temporale entro cui l'Autorità è tenuta a monitorare l'attuazione degli impegni, questione che certamente potrà essere definita in sede regolamentare ovvero attraverso l'adozione di una *policy* interna all'Istituto che contemperi l'esigenza di far rispettare le misure proposte dal responsabile con l'efficienza e i costi dell'attività di vigilanza.

²¹ Nella disciplina *antitrust*, tale innalzamento del 10 per cento è calcolato sul fatturato totale realizzato a livello mondiale nell'esercizio precedente alla violazione. Cfr. TROVATORE, *L'art. 196-ter TUF e la disciplina degli "impegni"*, in *Le Società*, fasc. n. 7/2024, p. 4.

Seguendo una interpretazione funzionale della disposizione, la presentazione degli impegni potrebbe avvenire già nel corso delle indagini delle Divisioni competenti, ferma restando la possibilità di perfezionare la proposta dopo l'avvio formale del procedimento nel termine massimo di 30 giorni.

Tale soluzione consentirebbe un'applicazione più efficiente dell'istituto in relazione alle peculiarità del procedimento avviato dalla CONSOB e trova supporto nelle esperienze di altri ordinamenti, quali quello statunitense e francese²², che consentono di raggiungere un accordo transattivo con l'indagato prima dell'apertura formale del procedimento sanzionatorio.

In tal caso, sarebbe opportuno che il soggetto sia informato delle indagini a suo carico prima della lettera di contestazione, attraverso una comunicazione preliminare che consenta all'interessato di conoscere, seppur in via sommaria, le violazioni presunte a suo carico e di presentare una proposta iniziale di impegni sin dalla fase istruttoria, cui potrà seguire la versione definitiva nel termine dei 30 giorni dalla notifica della lettera di contestazione degli addebiti.

Tra gli aspetti della disciplina che presentano profili di dubbia interpretazione, rileva, poi, la natura del termine di 30 giorni indicato per la presentazione della proposta di impegni: non è chiaro, infatti, se debba considerarsi di tipo perentorio ovvero ordinatorio, né risulta espressamente indicato se debbano considerarsi solamente i giorni lavorativi o meno.

Si tratta di un aspetto in grado di incidere sulla tempestività del sub-procedimento degli impegni e dal quale può, dunque, dipendere la maggiore o minore efficacia deflattiva e acceleratoria dell'istituto.

Sotto diverso profilo, il carattere estremamente vago dell'art. 196-ter del TUF

²² In particolare, negli USA è prevista una procedura di *settlement* davanti alla *Securities Exchange Commission* tale da consentire a chiunque sia informato di un procedimento a suo carico di proporre un'offerta di transazione alla SEC; la disciplina francese, d'altro canto, consente all'Autorità di vigilanza (AMF) di proporre una sanzione negoziata ai responsabili di violazioni riscontrate nel corso di un'indagine o ispezione.

sembra attribuire un'ampia discrezionalità alla CONSOB nel valutare il corretto e soddisfacente adempimento degli impegni, priva di precisi criteri che possano orientare la Commissione nella valutazione della proposta e con la conseguente facoltà di revocare la decisione e riaprire il procedimento senza limiti temporali e senza particolari obblighi di motivazione²³.

Ad onor del vero, l'aspetto più problematico riguarda l'applicabilità dell'istituto degli impegni agli illeciti di natura istantanea, i quali rappresentano gran parte delle violazioni di competenza della CONSOB. Difatti, sul piano applicativo, la proposta di impegni risulta avere un'efficacia ripristinatoria attenuata dello *status quo ante* la violazione, atteso che risulta difficile eliminare l'effetto lesivo una volta che questo si esaurisca nel momento stesso in cui la condotta si consuma.

Si tratta di una questione di particolare rilievo, rispetto alla quale sarà fondamentale definire una soluzione idonea a scongiurare il mancato conseguimento dell'intento che il legislatore si è prefissato introducendo la disciplina degli impegni nella materia finanziaria.

È ragionevole prevedere che, in assenza di un'esplicita posizione sul punto²⁴, sia possibile valutare l'adozione di un chiaro orientamento alla luce del consolidarsi della prassi applicativa dell'istituto degli impegni anche a fattispecie a consumazione istantanea.

4. La disciplina dei profili procedurali in merito alle modalità di presentazione e valutazione della proposta di impegni viene delineata con maggior precisione dalla CONSOB, che in base alla delega di cui all'art. 196-ter comma 4 del TUF ha il potere di definirla con proprio provvedimento generale precisandone i contorni, in conformità con il diritto europeo e garantendo il diritto al contraddittorio delle parti

²³ Una possibile soluzione potrebbe mutuarsi dalla disciplina *antitrust*, come evidenziato da MODUGNO-FANTON, *Profili civili e penali*, op. cit., p. 890.

²⁴ Manca una chiara indicazione nel documento di consultazione per la modifica al Regolamento sul procedimento sanzionatorio.

coinvolte.

Sul punto, l'Autorità ha avviato la consultazione al mercato di 30 giorni relativa alle proposte di modifica del Regolamento sul procedimento sanzionatorio, individuando in esso la sede più idonea per disciplinare il sub-procedimento relativo agli impegni²⁵. In particolare, si propone una disciplina che regola le modalità di presentazione e valutazione degli impegni, definendo i termini di presentazione, le Unità organizzative interne alla CONSOB preposte e le fasi del procedimento, che si sostanziano nel filtro di ammissibilità e ricevibilità della proposta, nell'istruttoria, nell'eventuale consultazione e nella decisione finale di competenza della Commissione.

Il documento di consultazione del 27 gennaio 2025 chiarisce, altresì, il regime intertemporale della disciplina degli impegni, precisando che l'art. 196-ter del TUF potrà applicarsi anche alle condotte commesse in data anteriore all'entrata in vigore della Legge capitali (27 marzo 2024), ma il cui procedimento sanzionatorio sia stato avviato successivamente, ferma restando l'efficacia irretroattiva della disciplina regolamentare.

Quanto alla natura del termine per la presentazione degli impegni, la questione sembra essere chiaramente affrontata nel documento di consultazione, dal quale emerge la natura perentoria che la CONSOB intende attribuire al termine entro il quale può esplicarsi l'iniziativa di parte, secondo un chiaro intento acceleratorio del procedimento, volto ad evitare condotte dilatorie degli interessati e ad incentivarne la collaborazione con l'Autorità.²⁶

Sotto il profilo della valutazione della proposta di impegni, il documento sembra chiarire alcuni aspetti che la Commissione dovrà attenzionare al fine di

²⁵ Si introduce un nuovo capo II-bis del Regolamento sul procedimento sanzionatorio (in https://www.CONSOB.it/documents/11973/5638890/consultazione_procedimento_sanzionatorio_20250127.pdf/7f254158-e165-7028-b422-faa7afba1acc?t=1737967118734).

²⁶ Intento che viene esplicitato anche con l'introduzione di termini endoprocedimentali nella fase istruttoria: nella specie all'art. 6 commi 2 e 3 si introduce un termine di 30 giorni per la presentazione di relazioni tecniche da parte delle Divisioni a supporto del Servizio sanzioni amministrative.

assumere la propria decisione: l'idoneità delle misure proposte potrà essere vagliata in base ad alcuni indici espressamente elencati²⁷ che possono orientare il Collegio e che si riferiscono sostanzialmente alla natura della proposta e alla sua idoneità ad essere facilmente attuata e monitorata dall'Autorità in fase di esecuzione.

5. La disciplina presenta profili di interferenza con la materia penale, non solo con riferimento agli illeciti di *market abuse*, ma anche alla luce di eventuali patologie della fase istruttoria che potrebbero acquisire rilevanza penale.

Quest'ultimo aspetto rileva in particolare nel caso in cui la decisione di adottare impegni sia fondata su informazioni incomplete, inesatte o fuorvianti trasmesse dalle parti con conseguente riapertura del procedimento sanzionatorio ai sensi dell'art. 196-ter comma 3, lett. c) del TUF. Tale ipotesi potrebbe, infatti, integrare il delitto di ostacolo alle funzioni di vigilanza (art. 2638 comma 2 c.c.) ovvero, in via residuale, la fattispecie di cui all'art. 170-bis del TUF.²⁸

Per quanto concerne le fattispecie riconducibili alla materia degli abusi di mercato, invece, nel caso di accoglimento di impegni che escludano la responsabilità in relazione ai fatti contestati, ragioni di coerenza istituzionale potrebbero inibire la costituzione della CONSOB quale parte civile nel procedimento penale instaurato in relazione alla medesima fattispecie oggetto del procedimento amministrativo.

Peraltro, l'eventuale accoglimento della proposta di impegni non è suscettibile di estinguere il reato nell'ambito del procedimento penale avviato parallelamente in

²⁷ Si veda l'art. 8-septies comma 1, n. 3 ai sensi del quale «se le medesime misure i) consistano nel mero adempimento anche tardivo dell'obbligo violato; ii) risultino non pertinenti rispetto alle violazioni oggetto della lettera di contestazione degli addebiti; iii) mirino a realizzare finalità estranee a quelle proprie dell'istituto degli impegni; iv) non siano suscettibili di attuazione piena e tempestiva o quest'ultima non sia facilmente verificabile».

²⁸ La questione è stata ampiamente trattata in FEDERICI-D'ANGELO, *La tutela penale e amministrativa dell'attività di vigilanza della CONSOB e il diritto al silenzio. nuove prospettive di bilanciamento anche alla luce del recente strumento degli "impegni"*, in Cassazione penale, fasc. n. 12/2024, p. 3760 e ss.

relazione ai medesimi fatti oggetto di accertamento in sede amministrativa.²⁹

A tal proposito, l'adozione del criterio selettivo dalla gravità potrebbe consentire l'ammissione alla procedura degli impegni solamente dei casi caratterizzati da un minor grado di offensività, i quali, di conseguenza, difficilmente potrebbero andare ad interessare fattispecie penalmente rilevanti.

6. L'istituto degli impegni non esaurisce gli spazi di riforma della disciplina sanzionatoria in ambito finanziario.

Con riferimento alla materia sanzionatoria complessivamente considerata, infatti, la Legge 5 marzo 2024, n. 21 mira a incrementare l'efficienza ed efficacia dell'attività di *enforcement* applicando il canone di proporzionalità alla risposta punitiva e promuovendo la riduzione del contenzioso.³⁰

Tale obiettivo può essere realizzato attraverso una riforma organica del Testo unico finanziario, nel rispetto dei criteri delineati dalla delega al Governo di cui all'art. 19 della Legge Capitali. Delega il cui termine, inizialmente fissato ad un anno dalla sua entrata in vigore, è stato prorogato al 27 marzo 2026.

I criteri cui inizialmente doveva attenersi il Governo sono stati formulati in modo ampio e limitato ad uno specifico ambito³¹, nella misura in cui si è prevista la

²⁹ L'accettazione degli impegni andrebbe comunque comunicata all'Autorità giudiziaria presso cui è incardinato il procedimento penale.

³⁰ La Legge Capitali persegue il fine di incrementare l'attrattività del mercato dei capitali attraverso una serie eterogenea di interventi che operano su diversi profili del settore e che non si limitano ad innovare la competenza sanzionatoria della CONSOB. Si tratta di una tappa fondamentale dell'evoluzione del diritto societario e dei mercati finanziari, collegata con un *fil rouge* alla L. 7 giugno 1974, n. 216, al Testo Unico della Finanza (D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 e s.m.), alla riforma del diritto societario (D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6). In particolare, la Legge Capitali si articola in due aree ordinamentali: la prima si compone di diversi interventi su specifici istituti del mercato finanziario e del diritto societario, in particolare delle società quotate; la seconda – oggetto della legge delega – contiene i principi e i criteri direttivi per la riforma del Testo Unico della Finanza.

³¹ «(i) Favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati nonché favorire l'accesso delle PMI a forme alternative di finanziamento; (ii) aumentare la competitività del mercato nazionale, semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti, ivi inclusi il relativo sistema sanzionatorio, la disciplina in tema di operazioni con parti correlate, anche con riferimento alle soglie di partecipazione, in linea con gli standard internazionali, e la possibilità di prevedere sistemi di moltiplicazione del diritto di voto, riducendo gli obblighi e gli

semplificazione e razionalizzazione della disciplina degli emittenti «*ivi incluso il relativo sistema sanzionatorio*», senza delineare in modo chiaro e preciso le direttrici che possono orientare la revisione della potestà punitiva della CONSOB.³²

Tale formulazione è stata oggetto di una maggiore definizione con la Legge 11 marzo 2025, n. 28 che, all'art. 1 comma 1, lett. b), introduce un nuovo articolo 19-*bis* appositamente dedicato alla riforma organica del sistema sanzionatorio in ambito finanziario.³³

La *ratio* che muove tale intervento legislativo è emersa nell'ambito dei lavori relativi all'esercizio della delega di cui all'art. 19 e risiede nell'intento di riformare la disciplina delle sanzioni amministrative e penali in materia di diritto dei mercati finanziari, senza limitarne la portata alle sole condotte degli emittenti e garantendo la proporzionalità e la funzione dissuasiva della sanzione, nel rispetto del diritto euro-unitario e della Convenzione Europea dei diritti dell'Uomo.

I criteri delineati si articolano in 9 principi direttivi e toccano molteplici profili di carattere sostanziale e procedurale del sistema sanzionatorio attualmente vigente.

In primo luogo, si prospetta una migliore definizione delle fattispecie di illecito in punto di tassatività e proporzionalità della risposta sanzionatoria da commisurare al grado di offensività della condotta.

Una possibile misura che orienterebbe il trattamento sanzionatorio in tale direzione potrebbe consistere nella graduazione del *quantum* alla gravità dell'illecito

oneri previsti dalla legislazione vigente; (iii) facilitare il passaggio dalla quotazione sui mercati non regolamentati a quelli regolamentati; (iv) semplificare le regole del governo societario anche tenendo conto delle regole previste dai codici di autodisciplina; (v) prevedere un riordino e l'aggiornamento della disciplina in materia di appello al pubblico risparmio, con particolare riguardo alle offerte al pubblico di titoli e alle offerte pubbliche di acquisto e scambio; (vi) procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del TUF, del TUB, del Codice delle assicurazioni private e della disciplina delle forme pensionistiche complementari, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative».

³² Tali criteri sono stati maggiormente specificati con il provvedimento di proroga dei termini per la riforma del TUF (in leg.19.pdl.camera.2240.19PDL0128570.pdf).

³³ In particolare, il Governo dovrà adottare uno o più decreti legislativi su proposta del Ministro dell'economia e della finanza, di concerto, per i profili di competenza, con il Ministro della Giustizia. Cfr. Dossier A.S. n. 1351 del 21 gennaio 2025, in www.senato.it.

attraverso l'introduzione di un filtro che consenta di avviare il procedimento sanzionatorio nei soli casi di violazioni rilevanti, mutuando un principio già esistente nei settori di competenza di Banca d'Italia e IVASS.³⁴

Analoghe esigenze di efficientamento potrebbero suggerire l'opportunità di estendere l'ambito di applicazione di strumenti già esistenti in materia finanziaria con riferimento alle condotte inoffensive (art. 194-*sexies* TUF), quali l'ordine di vigilanza, il richiamo scritto e la *warning letter*, nonché di misure amministrative dell'ordine di porre termine alla violazione (art. 194-*quater* TUF) e della dichiarazione pubblica (art. 194-*septies* TUF), previste in alternativa alla sanzione pecuniaria³⁵ per le violazioni di specifiche disposizioni tassativamente elencate, ove connotate da scarsa offensività e pericolosità.

Tali misure consentono, infatti, di graduare l'irrogazione della sanzione attraverso un apparato punitivo "misto", il quale si connota per la compresenza di

³⁴ In particolare, l'art. 144 del T.U.B. prevede al comma 8 che le sanzioni previste per alcune violazioni si applichino solamente quando rivestano carattere rilevante. La valutazione di rilevanza può svolgersi facendo riferimento ad alcuni indici previsti dal provvedimento della Banca d'Italia recante le "*Disposizioni di vigilanza in materia di sanzioni e procedura sanzionatoria amministrativa*", in relazione a specifiche fattispecie. Ad esempio, per violazioni di regole di correttezza nei rapporti con la clientela e trasparenza delle condizioni contrattuali la rilevanza dell'infrazione può desumersi da: - l'idoneità a determinare significativi rischi legali o reputazionali; - dal carattere diffuso o sistematico della violazione in relazione all'articolazione territoriale o all'operatività dell'intermediario; - dalla mancata ottemperanza a richiami o indicazioni dell'Autorità di Vigilanza; - dall'inadeguatezza dei presidi organizzativi e di controllo adottati dall'intermediario.

Secondo un'analoga impostazione, l'art. 11 del Regolamento IVASS n. 39 del 2 agosto 2018 dispone che l'Autorità proceda alla contestazione degli addebiti quando le infrazioni rivestono carattere rilevante, il quale può desumersi da elementi indicati in un'elencazione tipica (idoneità a determinare significativi rischi legali o reputazionali; il carattere diffuso e sistematico della violazione; la mancata ottemperanza a richiami o indicazioni dell'Autorità; l'inadeguatezza dei presidi organizzativi e di controllo; l'incidenza della condotta sulla tutela degli assicurati e degli aventi diritto alle prestazioni assicurative, sulla trasparenza e correttezza dei comportamenti nei confronti della clientela e del mercato nonché sulla sana e prudente gestione; il numero delle infrazioni, la durata del ritardo o l'omissione nonché l'entità, se determinabile, del pregiudizio arrecato a terzi; il pregiudizio arrecato all'esercizio delle funzioni di vigilanza).

È interessante, altresì, la previsione di cui all'art. 12 della l. n. 287/1990 che, al comma 1-*ter*, attribuisce all'Antitrust il potere di non dare seguito alle segnalazioni che non rientrino tra le proprie priorità di intervento.

³⁵ Eccezione fatta per le violazioni diverse dagli abusi di mercato previste dal MAR, per le quali l'art. 187-*ter*. 1 del TUF consente l'applicazione cumulativa con la sanzione pecuniaria.

strumenti alternativi alla sanzione pecuniaria, da adattare alle circostanze del caso concreto e con le prassi di *enforcement* di altre Autorità di vigilanza nazionali.

Sulla falsariga dell'art. 14-*quater* della l. 10 ottobre 1990, n. 287 in materia *antitrust*, è auspicabile l'implementazione di forme alternative di definizione concordata della sanzione, già diffuse in molti Stati membri³⁶ e consistenti nella conclusione di un accordo transattivo tra l'Autorità ed il responsabile della violazione (c.d. *settlement*)³⁷. Si tratta di un istituto che, a differenza degli impegni, presuppone l'assunzione di responsabilità dell'autore della violazione, implicando solamente una riduzione concordata della sanzione.³⁸

Conforme al canone di proporzionalità risulta, altresì, l'eventuale eliminazione di automatismi che, con particolare riferimento agli illeciti di abuso e comunicazione illecita di informazioni privilegiate, prevedono l'applicazione *ex lege* di sanzioni accessorie interdittive, in aggiunta a quella pecuniaria (art. 187-*quater* TUF), impedendo all'Autorità di modulare il trattamento in relazione alla gravità e offensività della condotta posta in essere.

Analogamente, l'applicazione dell'istituto della continuazione ed il criterio del cumulo giuridico di cui all'art. 8, comma 2, della l. n. 689/1981 anche alle sanzioni irrogate dalla CONSOB potrebbe assicurare una risposta punitiva più aderente all'effettivo disvalore delle violazioni commesse dal medesimo soggetto, ove inquadrabili nell'ambito di un unico programma illecito.

L'ulteriore criterio che prevede la revisione della disciplina della confisca e del

³⁶ Forme di *settlement* sono previste in Francia, ove l'art. L621-14-1, *Code monétaire et financier* prevede la facoltà per l'AMF di promuovere una proposta di composizione amministrativa del procedimento sanzionatorio. Nel Regno Unito le parti possono concordare la chiusura anticipata del procedimento patteggiando uno sconto sull'entità della sanzione, ai sensi della sezione 6.7, DEPP (*Decisions Procedure and Penalties Manual*) adottato dall'FSA. V. TROVATORE, *L'art. 196-ter TUF e la disciplina degli "impegni"*, cit., p. 881.

³⁷ V. FIRPO, Assonime – circolare n. 6 del 13 marzo 2024, Legge 5 marzo 2024, n. 21, cit., p. 551.

³⁸ In questo senso muove il criterio di cui alla lett. d) «*facilitazione del ricorso a strumenti di definizione preventiva o alternativa dei procedimenti sanzionatori amministrativi in funzione deflativa del contenzioso, anche mediante la previsione di meccanismi di applicazione concordata della sanzione*».

profitto, prospettandone finanche la soppressione, sembra rispondere anch'esso all'esigenza di modulare la sanzione secondo i principi di proporzionalità ed offensività, atteso che la confisca costituisce la regola in materia di abusi di mercato, indipendentemente dall'ammontare del profitto conseguito dal responsabile della violazione.

Si prevede, poi, la revisione del regime sanzionatorio in materia di *market abuse*, nell'ottica di un eventuale superamento del sistema c.d. a doppio binario cumulativo attualmente vigente, ovvero di un migliore coordinamento tra i due procedimenti avviati in sede penale ed amministrativa che li ponga in un rapporto di alternatività.³⁹ Tale proposta ha il pregio di allineare l'ordinamento nazionale a quello di altri Stati membri – quali Francia e Germania – e di ridurre il grado di afflittività che connota la risposta punitiva agli abusi di mercato.⁴⁰

L'eventuale superamento del sistema attuale non può, tuttavia, prescindere da una considerazione di carattere pratico: il sistema amministrativo assicura una maggiore rapidità ai procedimenti sanzionatori rispetto al processo penale, le cui tempistiche spesso comportano il decorso del termine prescrizione, frustrando l'effettività della risposta punitiva.

Interessante è la proposta di individuare *ex lege* i casi di applicazione del principio di retroattività della *lex mitior*, attualmente non previsto in ambito amministrativo; a tal proposito, occorrerebbe prestare attenzione a limitarne la portata al mero trattamento sanzionatorio, onde evitare eventuali fenomeni di *abolitio criminis* che potrebbero frustrare l'attività amministrativa dell'Autorità che

³⁹ A tal proposito si ricorda la circolare del 19 dicembre 1983 della Presidenza del Consiglio dei Ministri, pubblicata in Gazzetta Ufficiale del 23 gennaio 1984 n. 5 S.O., con la quale si proponevano «criteri orientativi – non vincolanti – per la scelta tra sanzioni penali e sanzioni amministrative», suggerendo i canoni di proporzionalità e sussidiarietà cui il legislatore deve attenersi nell'attività di *drafting* normativo (in Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana 1984-01-23 n. 022_SO_005).

⁴⁰ Giova evidenziare come l'attuale sistema risulta in linea con l'orientamento della Corte europea dei diritti dell'uomo e della Corte di Giustizia europea, anche in virtù della previsione che impone di tener conto delle misure punitive già irrogate ai fini della determinazione del *quantum* della sanzione (art. 187 *terdecies* TUF).

ha condotto all'accertamento della violazione.

Sul piano procedimentale, si prevede la revisione delle disposizioni sulle procedure sanzionatorie nel rispetto dei principi del contraddittorio, della piena conoscenza degli atti istruttori, della pubblicità, della distinzione tra funzioni istruttorie e funzioni decisorie e di maggiore celerità e certezza dei tempi per l'accertamento delle violazioni e la conclusione del procedimento.⁴¹

Per le controversie in materia sanzionatoria, viene, inoltre, attribuita la giurisdizione esclusiva in capo al giudice amministrativo, individuando la competenza funzionale nel tribunale amministrativo regionale della Lombardia.

Sul punto, si osserva che la giurisdizione amministrativa ha il pregio di garantire un presidio di tutela maggiore in ragione della previsione di un doppio grado di giudizio di merito, a differenza di quella ordinaria che, come noto, limita la cognizione della Corte di Cassazione alle sole questioni di legittimità, rinviando al giudice d'appello per l'esame delle questioni di merito.

Tale soluzione non solo consente di formare una magistratura particolarmente sensibile ai temi altamente tecnici del settore, ma anche di superare alcune questioni in tema di determinazione della competenza per territorio che spesso si profilano con particolare riguardo ai reati di abuso di mercato (artt. 184 e 185 TUF).⁴²

In definitiva, l'efficacia dei criteri sopra delineati potrà essere certamente

⁴¹ Sul punto, la Suprema Corte sostiene che la tempestività delle contestazioni degli addebiti debba essere valutata alla luce della complessità degli accertamenti che l'Autorità ha svolto, dovendosi distinguere tra mera constatazione dei fatti e accertamento della violazione. V. MARSICO, *Il difficile equilibrio tra tutela del mercato, vigilanza e poteri sanzionatori della CONSOB, nota a Cass. civ., Sez. II, 21 ottobre 2024, n. 27242*, in *IUS Societario*, 2024.

⁴² La Corte di Cassazione ha espresso difficoltà a individuare, in base all'art. 8 c.p.p., la competenza per territorio in base al luogo in cui il reato di manipolazione informativa, commesso mediante utilizzo di uno SDIR, è stato consumato. Le modalità dematerializzate con cui vengono commessi i reati di *market abuse* – specie il delitto di manipolazione informativa del mercato –, tramite un sistema di diffusione elettronica di informazioni regolamentate, determina, infatti, una scissione tra la sede legale della società incaricata di diffondere le informazioni ed il *server* utilizzato che rende difficilmente individuabile il luogo di consumazione del delitto (cfr. Cassaz., sez. penale, 6 settembre 2023, sent. n. 43638).

vagliata in sede di attuazione della delega, tuttavia non si può negare che la Legge Capitali rappresenti un'importante occasione di ripensamento dei canoni che regolano la potestà sanzionatoria della CONSOB.

Le soluzioni prospettate, a partire dall'istituto degli impegni, costituiscono un punto di partenza per la definizione di una risposta punitiva calibrata alle esigenze di tutela del mercato, conciliando in un delicato equilibrio la necessità di reprimere efficacemente le violazioni, con quella, altrettanto rilevante, di ridurre il contenzioso e promuovere la collaborazione degli operatori.

In tale ottica, la funzione sanzionatoria non è più intesa solo come espressione punitiva, ma come leva regolatoria volta a favorire la *compliance* e a incentivare comportamenti virtuosi, in linea con le migliori prassi europee e internazionali.

Alessia Palermo

KEY ESG REGULATIONS AND THE DEBATE ON IMPLEMENTATION, COMPLIANCE AND SIMPLIFICATION *

ABSTRACT: *Con l'aumento dei problemi legati ai fattori ESG, l'intervento normativo diventa sempre più indispensabile. L'esigenza fondamentale è quella di guidare gli operatori di mercato nella lotta contro il degrado globale, il quale, per essere contrastato, richiede che i principi legati alla sostenibilità siano fortemente prioritizzati, tutelati e integrati tempestivamente nelle pratiche aziendali comuni. Da un lato, l'intervento normativo accurato sembra aver prodotto obblighi giuridici sofisticati, ma anche complessi, generando difficoltà per gli operatori nel conformarsi a prescrizioni così dettagliate e stratificate. Dall'altro lato, l'emergere di un quadro giuridico articolato e avanzato riflette gli sforzi di studi che, identificando tutti i fronti di intervento e imponendo obblighi correlati, mirano a prevenire e mitigare le minacce alla sostenibilità. Trovare il giusto equilibrio, senza compromettere i traguardi già raggiunti, rappresenta la sfida attuale a livello europeo. Lo scopo di questo lavoro è, quindi, quello di fare luce sulle opportunità e sulle difficoltà che coinvolgono sia gli operatori privati, sia le Autorità competenti, con un focus sulle discussioni che stanno plasmando la semplificazione del quadro normativo ESG, in particolare la Corporate Sustainability Due Diligence Directive, ma anche il Regolamento Tassonomia e la Corporate Sustainability Reporting Directive.*

As ESG-related challenges continue to grow, the need for regulatory intervention becomes more essential. The underlying need is to guide market operators in fighting the global decline, which, to be offset, requires sustainability related principles to be strongly prioritized, protected and integrated in a timely manner into common business practices. On the one hand, the careful regulatory intervention seems to

* Contributo approvato dai revisori.

have produced sophisticated but also complex regulatory obligations. This has caused difficulties for operators in complying with such detailed and layered obligations. On the other hand, a multifaceted and advanced legal framework mirrors efforts from studies which, by identifying all fronts of attack and imposing related obligations, aims to prevent and mitigate threats to sustainability. Finding the right equilibrium, without destroying those already reached, is the current challenge faced at the EU level. The aim of this work is, therefore, to shed light on the evolving opportunities and obstacles involving both, private operators and competent authorities, with a focus on the discussions shaping the simplification of the ESG regulatory framework, specifically the Corporate Sustainability Due Diligence Directive, but also the EU Taxonomy Regulation and the Corporate Sustainability Reporting Directive.

SUMMARY: 1. Introduction. - 2. The EU Taxonomy Regulation. - 3. The Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD). - 4 The Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD). - 4.1 The absent pillar of director's responsibility. - 4.2 The Supervisory Authorities. - 4.3 Challenges and considerations. - 5. The Omnibus Simplification Package. - 6. Conclusions.

1. The issue of sustainability has been progressively and continuously addressed since the second half of the last century, primarily within international fora. Notably, the final works of the United Nations Conference, culminating in the Stockholm Declaration in 1972, outline the need to protect and improve the environment for the benefit of both present and future generations. Among the developments, the following should be highlighted, ex multis: the 1987 Brundtland Report; the Kyoto Protocol, in effect since 2005; the 2000 Rio Declaration; and more recently, the 2015 Paris Agreement, the United Nations 2030 Agenda, and the Glasgow Agreement, all aimed at addressing the threat of climate change. Thus, alongside the historical evolution described - also fueled by various crises and emerging economic and financial needs - ambitions for policies in this regard have

been incorporated at the regulatory level. The phenomenon has been detailed both through Union sources and recent constitutional provisions, which are now intended to enshrine sustainability and the environmental dimension as fundamental values of the current economic and legal system. In this context, within the broader framework of the 2030 Agenda for Sustainable Development and the European Green Deal, at least some “recent” regulations must be counted as cornerstones of European sustainability. This particularly refers to the Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) – which draws the attention of financial market participants – as well as the Taxonomy Regulation and the CSRD. Furthermore, it is essential to mention the reform of the Italian Constitution, which, in articles 9 and 41 - adopted with the recent Constitutional Law No. 1/2022¹, now mandates the protection of the environment, biodiversity, and ecosystems, also in the interest of future generations. The reformed text of the article 41 further specifies in paragraph 3, that the law is tasked with determining the appropriate programs and controls to ensure that both public and private economic activities can be directed and coordinated for social and environmental purposes. “These recent amendments to the Italian Constitution appear to be significant because they reflect a range of needs which, at the historical moment of the reform, found a socio-cultural climate conducive to their convergence and incorporation into the legal framework”². The regulation of sustainable finance is also crucial, both to ensure that adequate resources for the environmental transition are in place and to guarantee optimal risk management in the markets.³ Although, non-financial sustainability and the financial market may seem like opposites, they currently share common challenges and demands, making them

¹ Italian Constitutional Law No. 1 of 11 February 2022, Amendments to articles 9 and 41 of the Constitution concerning the protection of the environment, G.U. General Series, no. 44 of 22 February 2022, p. 190.

² CAPRIGLIONE, *Clima energia finanza - Una difficile convergenza*, Studi di Diritto dell’Economia, Utet Giuridica, 2023, p. 187.

³ RIGANTI-SIRI, *Cripto-attività e sostenibilità ambientale*, in ANNUNZIATA-SCIARRONE ALIBRANDI (eds.), *Cripto - attività, La disciplina europea nel contesto globale*, 2024, pp. 283-285.

deeply interconnected and complementary. Their relationship is based on a precise mechanism:⁴ it positions finance as the primary tool to channel private capital towards positive and environmentally beneficial actions. At the same time, it considers sustainability a source of risk, including financial risk, meaning that an uncontrolled transition could lead to significant setbacks for unsustainable investments.⁵ This issue prompts reflection on the role of private actors in relation to public policy objectives. As mentioned, the overlap between public interests and economic-financial interests helps to understand the strong interest from both operators and competent authorities, who dedicate substantial efforts and significant resources to sustainability.

The serious challenges posed by climate change, with their catastrophic and unpredictable consequences, call for urgent action to mobilize capital through both public policy and the financial services sector, as reflected in the SFDR regulation. This entails directing investments toward sustainable goals through institutional investors, while also ensuring that such investments yield economic returns that are intrinsically tied to market dynamics.⁶ In the context described above, the regulatory effort has been significant and necessary to define the concept of «eco-sustainable» investment. Today, this term refers to investments in economic activities that comply with specific criteria, which means: *“i) substantially contributing to one or more environmental objectives, ii) not causing harm to the environment, iii) being carried out in compliance with minimum safeguards, and iv) meeting detailed criteria under the technical assessment of the European Commission”*.⁷

What has been outlined above must also be contextualized in relation to the set of environmental objectives established by the Taxonomy Regulation, which

⁴ *Ibidem*, pp. 283-285.

⁵ *Ibidem*, pp. 283-285.

⁶ Reg. (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council of 27 November 2019 on Sustainability-Related Disclosures in the Financial Services Sector.

⁷ RIGANTI-SIRI, in ANNUNZIATA-SCIARRONE ALIBRANDI (eds.), *Cripto - attività, La disciplina europea nel contesto globale*, 2024, pp. 283-285.

encompass: the mitigation of climate change, adaptation to its impacts, the sustainable use and protection of water and marine resources, the transition towards a circular economy, the prevention and reduction of pollution, as well as the protection and restoration of biodiversity and ecosystems.⁸

With regard to the attention of market participants and the intervention of Authorities, it is important to highlight both the increasing focus on ESG products and the corresponding regulatory efforts by institutions such as the European Central Bank, and other European sectoral authorities. These entities are approaching the topic of sustainable transition within the framework of prudential regulation, emphasizing the integration of sustainability considerations into the financial sector's operational and risk management practices.⁹ EU has, particularly in recent years, developed and implemented targeted strategies designed to achieve and consolidate a more precise identification of sustainable activities and measures, alongside a more expansive and ongoing disclosure to final investors, within markets already subject to rigorous regulatory frameworks. This approach is further underscored by the central role of adopting standardized reporting protocols, which serve to ensure the creation of a consistent and reliable legal order, thereby reinforcing the credibility and effectiveness of sustainability-related financial regulations. Disregarding the technical aspects of the current context, grasping the full significance of the ESG debate- particularly the interests that underpin it - remains a complex task. This issue appears to lead to, though not necessarily justify, a form of regulatory overreach. This overreach, manifested in highly detailed provisions, seeks to guide, though not always coherently, economic operators in their activities.¹⁰

⁸ Reg. (EU) 2020/852 on the establishment of a framework to facilitate sustainable investment and amending Reg. (EU) 2019/2088.

⁹ RIGANTI-SIRI, *Cripto-attività e sostenibilità ambientale*, in ANNUNZIATA-SCIARRONE ALIBRANDI (eds.), *Cripto - attività, La disciplina europea nel contesto globale*, 2024, pp. 283-285.

¹⁰ *Ibidem*, p. 283 -285.

2. The EU Taxonomy Regulation is a key element of the Green Deal. The Delegated Regulation (EU) 2022/1288, by integrating the Regulation (EU) 2019/2088¹¹ concerning the second-level technical standards, specifies the content, methodologies, and presentation of information in pre-contractual documents, websites, and periodic reports related to: 1) sustainability indicators and negative impacts on sustainability; 2) the principle of “*do no significant harm*”; and 3) the promotion of environmental or social characteristics and sustainable investment objectives. On October 31, 2022, the Commission adopted amendments to the latter Delegated Regulation (with a further regulatory intervention, namely through Delegated Regulation (EU) 2023/363¹²) in order to require financial market participants to disclose the extent to which their portfolios are exposed to gas and nuclear-related activities and comply with the Taxonomy Regulation¹³ as established in the complementary climate delegated act. These changes aim to increase transparency and enable investors to make informed investment decisions. Regarding the application of Regulation (EU) 2019/2088, the requirements and standards have been in effect since January 1, 2023, while the amendments apply from February 20, 2023. The EU Taxonomy Regulation creates the world’s first “green list”, a classification system for sustainable economic activities. Article 8 of the Taxonomy Regulation puts obligations at entity level for: i) large firms already subject to the NFRD (as well as to the CSRD) – to disclose their level of alignment to the taxonomy; and ii) financial market participants such as asset managers and pension providers to report the proportion of their managed investments that are aligned to

¹¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2022/1288 of 6 April 2022 Supplementing Regulation (EU) 2019/2088 with Regard to Regulatory Technical Standards on Sustainability-Related Disclosures. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32022R1288>.

¹² Commission Delegated Regulation (EU) 2023/363 of 31 October 2022 Supplementing Regulation (EU) 2019/2088 with Regard to Regulatory Technical Standards on the ‘Do No Significant Harm’ Principle. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32023R0363>.

¹³ Reg. (EU) 2020/852 of the European Parliament and of the Council of 18 June 2020 on the Establishment of a Framework to Facilitate Sustainable Investment and Amending Regulation (EU) 2019/2088. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32020R0852>.

the taxonomy. Financial market participants are also subject to the following additional disclosure obligations at product level: 1) products that have sustainable investment as their objective (SFDR Article 9 products) must disclose the percentage of the fund that is taxonomy-aligned (Article 5 of the Taxonomy Regulation); 2) products with environmental or social characteristics (SFDR Article 8 products) must disclose the percentage of the fund that is taxonomy-aligned.

Concerning this last point, which is related to the information on the alignment of activities with the taxonomy, on July 6, 2021, the EU Commission published the final version of the delegated act detailing the content, timelines, and methods by which this information must be disclosed. In particular, non-financial enterprises must disclose information on the share of revenue derived from products or services associated with economic activities aligned with the taxonomy, as well as the share of capital expenditures (Capex) and operating expenses (Opex) related to assets or processes associated with economic activities aligned with the taxonomy. On the other hand, financial companies are required to publish Key Performance Indicators (KPIs) that indicate the percentage of alignment with the asset management taxonomy. In this context, the KPI is represented as a ratio, with investments and financial activities aligned with the taxonomy in the numerator, and the total investments and financial activities in the denominator. December 2024 was the final deadline for the (gradual) implementation of the requirements outlined in the delegated act. It should be emphasized that, in this specific case, the European Commission's intention is to adopt a regulation, avoiding potential fragmentation, and placing particular emphasis on taxonomy, as well as the classification and definitional aspects. In this sense, Europe aims to make the classified activities "inaccessible" to interpretations, even through domestic regulations.

3. Within the EU, regulations concerning sustainable corporate governance have primarily focused on establishing reporting obligations under the Non-Financial

Reporting Directive (NFRD)¹⁴, emphasizing environmental, social, and human rights-related risks, impacts, measures (including due diligence) and policies. The NFRD, which was introduced in 2014, aimed to increase corporate transparency by requiring large companies to disclose non-financial information. This directive, however, was recently superseded by a more comprehensive framework, the CSRD, which came into effect on January 5, 2023. The CSRD represents a significant evolution of the NFRD, expanding its scope and introducing more detailed and stringent requirements for companies across the EU. One of the key differences between the NFRD and the CSRD is the substantial increase in the number of companies that are required to comply with these reporting obligations. Under the NFRD, only about 11,700 companies were mandated to disclose sustainability information. With the implementation of the CSRD, this number has increased dramatically to approximately 50,000 companies. This broad expansion includes all large companies, whether or not they are listed on the stock exchange, as well as all companies listed on EU-regulated markets. The aim is to ensure that a much larger group of companies are held accountable for their sustainability practices, regardless of their size or market presence. A pivotal aspect of the CSRD is its integration of sustainability reporting into the corporate governance framework, positioning sustainability at the heart of corporate strategy and due diligence. In particular, companies are now required to not only report on their sustainability performance but also disclose how they identify, manage, and mitigate risks and opportunities related to environmental, social, and governance factors. This marks a shift from the previous approach, where sustainability reporting was seen as a peripheral requirement rather than an integral part of a company's broader risk management process. The CSRD brings sustainability into the core of business operations by ensuring that it is addressed alongside

¹⁴ SPINACI (European Parliamentary Research Service), *Corporate sustainability due diligence - How to integrate human rights and environmental concerns in value chains*, European Parliament, 2023, p. 2.

financial performance, with an emphasis on its impact on long-term business viability. The directive also introduces new provisions aimed at improving the quality, comparability, and reliability of sustainability-related information. It requires companies to report on both historical and forward-looking information, which provides a more comprehensive view of a company's sustainability efforts. In particular, the CSRD mandates that companies disclose how they plan to achieve their sustainability goals and what measures they have in place to address ESG risks. This forward-looking perspective is intended to encourage companies to proactively manage sustainability risks and opportunities, rather than simply reflecting on past performance. This will be crucial for driving long-term sustainability strategies, as it enables stakeholders, including investors and regulators, to assess a company's future sustainability trajectory.

Another notable feature of the CSRD is its focus on the entire value chain of a company. Companies are required to disclose not just the direct impacts of their operations but also the environmental and social risks associated with their supply chains and business relationships. This means that companies must assess and report on the impact of their suppliers, contractors, and business partners, extending accountability well beyond their immediate operations. The CSRD outlines the need for companies to disclose any actual or potential adverse impacts within their value chains, as well as the actions taken to prevent, mitigate, or remediate those impacts. This provision reflects the understanding that sustainability risks are often deeply embedded in the supply chain, and companies must take responsibility for the actions of their business partners in order to address broader societal and environmental challenges.

The CSRD also aligns with other key EU regulations aimed at promoting sustainability, such as the CSDDD, the SFDR, and the Taxonomy Regulation. These regulations work together to create a comprehensive and coherent framework for sustainability reporting and due diligence across the EU. Additionally, it is noted the

CSRD (as well as the CSDDD) reflects the OECD Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct and are based on the UN Guiding Principles¹⁵. Similarly, the SFDR and Taxonomy Regulation will enhance the CSRD's effectiveness by requiring companies to disclose information on how their activities align with the EU's broader sustainability goals and investment standards.¹⁶ Moreover, the CSRD mandates the use of European sustainability reporting standards, which are being developed by the European Financial Reporting Advisory Group (EFRAG). These standards are designed to ensure that companies' sustainability disclosures are consistent and comparable, making it easier for stakeholders to evaluate corporate performance on ESG issues. By adopting these standards, the CSRD aims to create a unified reporting framework that will foster transparency and accountability across the EU companies, enhancing trust among investors, consumers, and other stakeholders.¹⁷ The impact of the CSRD extends beyond just compliance with legal requirements. By demanding more robust and detailed disclosures, the directive aims to encourage companies to take a more proactive approach to sustainability, integrating it into their business models and decision-making processes. The transparency it promotes will be invaluable for investors, enabling them to assess a company's ESG risks and opportunities more effectively. This, in turn, is expected to support the growth of sustainable investments, as investors will have better data on which to base their decisions.¹⁸ In summary, the CSRD addresses the final stage of the due diligence obligation: the reporting phase for companies within its scope.¹⁹

¹⁵ LUIJCKX-BLOEMENDAL et al., *Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) - Understanding and Implementing the Upcoming CSDDD*, Deloitte Netherlands, p. 4.

¹⁶ SPINACI (European Parliamentary Research Service), *Corporate sustainability due diligence - How to integrate human rights and environmental concerns in value chains*, European Parliament, 2023, p. 8.

¹⁷ *Ibidem*, p. 8.

¹⁸ *Ibidem*, p. 8.

¹⁹ CORVESE, *La proposta di direttiva sulla Corporate Sustainability Due Diligence e i suoi (presumibili) effetti sul diritto societario italiano*. XIV Convegno Annuale Ass. Italiana dei Professori

4. Large EU companies operate within complex global value chains, making it challenging to identify and manage risks related to human rights and environmental responsibilities. For a long time, Parliament has been calling for a stronger legal framework to ensure that EU companies take responsibility for upholding human rights and environmental standards in global supply chains. Indeed, in recent years, Parliament has passed two resolutions addressing this issue. Indeed, on December 17, 2020, it adopted a non-legislative resolution on sustainable corporate governance on its own initiative²⁰. Subsequently, on March, 10 2021, it adopted a legislative-initiative resolution on corporate due diligence and corporate accountability²¹. Building on these efforts, on February 2022, 23 the Commission presented its proposal²² for the CSDDD. The directive came into effect in July 2024, and it is designed to promote responsible and sustainable corporate practices within companies' operations and throughout their global value chains.

It is important to note that in December 2023, the Council and the European Parliament achieved a political consensus on the directive's most contentious elements during the trilogue negotiations. However, the Council did not approve the resulting text from this agreement, and on April 24, 2024, the European Parliament adopted a revised version of the directive, which then has formally been approved by the Council on May 24, 2024, marking the final stage of the legislative process. The directive contains provisions to facilitate compliance and limit the burden on companies, both in scope and in their value chain. Among the key aspects for

Univ. Dir. Comm., “Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale, Roma, 2023, p. 4.

²⁰ European Parliament. *Resolution of 20 October 2020 on the EU Taxonomy: Climate Change Mitigation and Adaptation*.

²¹ SPINACI (European Parliamentary Research Service), *Corporate sustainability due diligence - How to integrate human rights and environmental concerns in value chains*, European Parliament, 2023, p. 8.

²² European Parliament. *Resolution of 10 March 2021 on the EU Taxonomy: Social Taxonomy*, 2021.

companies within scope, responsibility includes identifying and addressing both potential and actual negative impacts on human rights and the environment, not only within the company's own operations and subsidiaries but also, where relevant, within the value chains of their business partners. The scope of application has been limited to companies with specific requirements. The European Commission identified two macro groups.²³ The directive is to be transposed into national legislation by Member States within two years of its entry into force, with a phased implementation based on company size and turnover.²⁴

Notably, unlike the European Commission's original proposal, the final version of the CSDDD specifies that the supply chain of financial undertakings subject to the directive's obligations does not encompass the entities receiving their financial services. The directive further mandates that large companies develop and implement, as effectively as possible, a transition plan for climate change mitigation, in line with the 2050 climate neutrality goal of the Paris Agreement, as well as interim targets set by the European Climate Law. This plan should detail how the company's operations impact climate change and, where risks are identified, include emission reduction as a key objective in the due diligence strategy. Additionally, directors' variable remuneration should be tied to their contribution to advancing the company's sustainability objectives. In essence, companies are required to create a plan ensuring their strategies support the transition to a sustainable economy while considering the potential long-term impacts of their decisions on human rights,

²³ European Commission, *Corporate sustainability due diligence Fostering sustainable and responsible corporate behaviour for a just transition towards a sustainable economy*: “Group 1: Large EU limited liability companies & partnerships that have more than 1000 employees and with a turnover over EUR 450 million turnover (net), which are estimated to cover around 6,000 companies worldwide; Group 2: Large non-EU companies with a turnover over EUR 450 million (net) and which are estimated to cover around 900 companies in EU”.

²⁴ BALTRUNAITE-CANINI, et al., *La direttiva sulla due diligence societaria di sostenibilità: analisi dei potenziali impatti economici e legali*. QEF No. 869, Banca d'Italia, 2024, “starting in 2027 for the largest companies (over 5,000 employees and €1.5 billion turnover), expanding in 2028 to those with over 3,000 employees and €900 million turnover, and finally applying in 2029 to companies with more than 1,000 employees and €450 million turnover”.

climate, and the environment.²⁵

4.1 The final version of the directive omits any reference to directors' responsibilities, which were previously addressed in article 25 of the 2022 Commission Proposal.²⁶ This topic underwent negotiation during the Act's approval process: Member States expressed that the provisions amounted to an *"inappropriate interference with national provisions regarding directors' duty of care, and potentially undermining directors' duty to act in the best interest of the company"*.²⁷ The approved text provides that the responsibility rests exclusively with companies, which may be held liable for damages caused to individuals or legal entities if they fail - whether through intent or negligence - to fulfil the obligations established by the directive, thereby harming the rights or legal interests of the affected parties. However, the company's breach of its due diligence obligations could still indirectly lead to the liability of directors under applicable national law. The civil liability framework under the CSDDD may serve as a precursor to holding directors accountable (for example, after determining the company's fault, it could be concluded that the directors violated one or more of their legal duties under domestic law).²⁸ Various efforts were made by organizations such as the Independent Coalition (representing multiple corporations and founded by B Lab Europe - a non-profit organization - with the support of The Good Lobby) to prevent the elimination of such article: a petition was launched to keep Article 25 in the CSDDD, in their

²⁵ FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability Due Diligence*, in BUSH-FERRARINI-GRÜNEWALD (eds.), *Sustainable Finance in Europe - Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, 2024, pp. 152-153.

²⁶ European Commission. *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on corporate sustainability due diligence* (COM/2022/71 final), 2022.

²⁷ Council of the European Union. *Proposal for a directive of the European Parliament and of the Council on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937: General approach*, Permanent Representatives Committee (Part 1), 2022.

²⁸ FRASER-SEITS, *Redefining governance: The CSDDD's impact on directors*, Commonwealth Climate Law Initiative, 2024.

opinion it represented “the pinnacle of the body of legislation from which all else stems. It is the Directors who are the decision makers in the companies, and they should clearly know what is expected from them in the interdependent economy of the 21st century”.²⁹

4.2 A closer examination of the directive reveals a strong focus on the supervision aspect. It states that each Member State must designate one or more Supervisory Authorities (SAs) to oversee adherence to the obligations established in national laws enacted under this directive.³⁰ Specifically, SAs are granted the power to initiate investigations, conduct inspections, and impose financial penalties, as well as other measures aimed at halting violations.³¹

As the Anti-Money Laundering framework (AML) mandates the establishment of a dedicated Supervisory Authority to monitor and enforce compliance, the CSDDD similarly requires each Member State to designate specific SAs. This parallel highlight the increasing recognition of sustainability as a critical and highly prioritized issue in the EU regulatory landscape. By assigning a dedicated body to oversee adherence to sustainability obligations, the directive elevates the topic to a level of importance almost comparable to that of financial integrity and transparency under AML. Such a move underscores the EU's commitment to embedding sustainability principles into the core of corporate governance and operational strategies. It also reflects the acknowledgment that achieving meaningful progress in environmental and human rights matters requires robust oversight, expert guidance, and accountability mechanisms. Furthermore, the Commission intends to set up a European network of supervisory bodies, uniting representatives from national agencies to ensure a

²⁹ Interdependence Coalition, *Save EU CSDDD: Directors' duty of care*, 2023.

³⁰ Directive (EU) 2024/1760 of the European Parliament and of the Council of 13 June 2024 on corporate sustainability due diligence and amending Directive (EU) 2019/1937 and Regulation (EU) 2023/2859, article 17.

³¹ *Ibidem*, article 18.

unified approach and promote the sharing of knowledge and best practices.³² The intricate and specific nature of human rights principles may pose challenges for companies in integrating them into their operations. Ideally, businesses should incorporate subject matter experts into their organizational structures and processes to navigate these complexities effectively. SAs could play a crucial role by offering robust support beyond their traditional monitoring and sanctioning functions, adopting a more comprehensive and supportive approach. OHCHR and Shift³³ provided targeted recommendations on essential design aspects for administrative supervision, focusing on two core functions that a SA should perform: *i) education and ii) sanctioning*. These functions should be clearly separated, which could involve assigning them to different entities or leveraging other organizations to handle the educational role. The administrative oversight under the CSDDD should prioritize preventing and addressing actual harm, not only by examining the actions taken by companies but also by monitoring the outcomes of these activities. This requires both qualitative and quantitative data, highlighting the importance of stakeholder involvement in the data collection process.³⁴

4.3 The CSDDD provides a wide definition of principles and difficulties are expected to come when companies will be performing the due diligence. Companies are expected to be prepared and responsive to ensure the regulation is effective from the start. It might be useful for the SAs to assess companies' preparedness before the directive is transposed and enters into force at the national level. This would be offering support to the national regulators as, by identifying area requiring guidance and aspects which companies feel more stressed to deal with, the directive could be

³² *Ibidem*, article 21.

³³ UNITED NATIONS HUMAN RIGHTS (OFFICE OF THE COMMISSIONER)-SHIFT, *Enforcement of human rights due diligence: A practical guide for companies*, Policy Papers, 2021.

³⁴ DANISH INSTITUTE FOR HUMAN RIGHTS. *Engaging with supervisory authorities, workshop report*, 2024.

transposed in a way that it also constitutes a guidance for companies.

To support the latter, inspiration can be taken from the “*Dry run exercises*”, such as the one which was previously carried out by ESAs and competent authorities in the occasion of the DORA. It would allow companies to save time and anticipate the challenges linked to this regulation. Furthermore, it would also clearer insight into the tasks to be completed, the various phases involved, and the timeframe required to fully integrate due diligence into all operational activities.

Another fundamental tool used by the European legislator to create new regulations, as well as to refine certain frameworks, is the regulatory sandbox. Sandboxes are defined as “*protected regulatory spaces for the entry of new operators into the markets, such as startups and new business ideas, which are shielded from immediate competition with established players. They also facilitate the gradual and supported implementation of regulations within regulatory regimes*”³⁵. Therefore, the use of these *fictio* could represent a keystone in the field of sustainability, enabling the achievement of new goals and the introduction of new regulatory principles in the financial sector. On this regard, a study conducted on the EU sustainability Legislation on Finnish firms and published by the Finish Ministry of Foreign Affairs and Hanken School of Economics³⁶, revealed that companies are calling for official guidelines to clarify the essence of sustainability legislation. They also seek specific case studies, pilots, or examples of best practices to better understand how to comply with these regulations in their unique operational contexts. Authorities can enhance compliance by providing clearer, actionable guidelines that align with international frameworks like the UNGPs and the OECD Guidelines. Authorities should also clarify how companies can collaborate without breaching antitrust laws, perhaps through safe harbour regulations allowing shared

³⁵ CEMENTERO-LONGO, Regulatory Sandbox: Analisi e prospettive parlamentari della sperimentazione normativa nel nuovo millennio, 2025.

³⁶ CAMBOU-FOUGÈRE, et al., *The Cumulative Effects of EU Sustainability Legislation (CEULA): Impacts on Finnish Firms*. Ministry for Foreign Affairs of Finland, 2025.

platforms or joint investments in sustainable technologies. Regular consultations with industry stakeholders, sustainability experts, and rights holders would help keep guidance relevant and practical. This dialogue could support innovation and cooperative solutions, promoting better corporate responsibility. Furthermore, authorities should extend support not only to large companies but also to suppliers, as they are integral to the value chain and compliance efforts. The CSDDD case, will require EU companies to: *“enhance their internal control procedures, secure contractual commitments from their partners both upstream and downstream and, extend support to small and medium-sized enterprises within their network”* covering all stages of the value chain.³⁷

It is clear that respect for human rights must serve as both the short-term and long-term objective — the essential purpose that must remain at the core. In other words, human rights should constitute both the foundation and the ultimate goal of regulation. Furthermore, the *“enhancement of the internal control procedures”* can be considered an area whereby regulator might intervene to provide support. Guidelines and other soft law tools would allow regulators to effectively influence industry practices without imposing rigid obligations. This approach would foster cooperation and encourages broad improvements in governance and compliance across the industry. Furthermore, these soft law tools would also serve as a key support for the SAs when conducting inspections on CSDDD compliance, as they would provide a detailed explanation of the aspects to be monitored. However, it is important to keep in mind that, fragmentation is likely to occur when national regulators will be transposing the directive, pushing the realization of a unified and harmonized Europe further and further away, also in the fight against the Climate change. It might be necessary to work on further regulatory tool - such as second

³⁷ DI MAJO, *The EU Regulatory and Standard-Setting Action on Corporate Sustainability Reporting and the Environmental Taxonomy: Fighting Against Greenwashing Practices with a Global Reach*. *Rivista del commercio internazionale*, no. 1, 2024, p. 233.

level regulatory framework - to reach a unified strategy to pursue a common interest. A number of Member States have already introduced or are considering introducing 2 national rules on due diligence, but their differences in terms of scope, risks covered, level of detail, enforcement and liability can pose challenges to EU companies operating in the EU single market³⁸. This could lead to a regulatory imbalance among the 27 Member States as it would create a *different playing field* where transitional measures enable the coexistence, albeit temporary, of different national regimes. In summary, national regulations may not be fully aligned with the harmonized framework intended by the European legislator. Therefore, in some countries, we would have players who might benefit from more favourable regulatory regimes compared to others, thus promoting regulatory fragmentation, but also an alteration of the principle of fair competition among operators within the same territory. In other words, what will occur is precisely the strengthening of certain markets at the expense of others. Furthermore, one of the potential dangers could be represented by a risk that a poorly designed transposition law and a weak SA transform the due diligence obligation of companies into a meaningless “tick-box” compliance exercise instead of a transformative process.³⁹

5. On November 8, 2024, following a meeting of EU heads of state and the European Commission in Budapest, Commission President von der Leyen announced plans to streamline and unify key EU regulatory frameworks through the “Omnibus simplification package”, which aims to consolidate the CSRD, the CSDDD, and the EU Taxonomy. She acknowledged the heavy compliance burden on businesses, citing excessive reporting requirements and overlapping rules, and stressed the need for

³⁸ SPINACI (European Parliamentary Research Service), *Corporate sustainability due diligence - How to integrate human rights and environmental concerns in value chains*, European Parliament, 2023, p. 2.

³⁹ DANISH INSTITUTE FOR HUMAN RIGHTS. *Engaging with supervisory authorities, workshop report*, 2024.

clearer and more efficient regulations. To address these challenges, Valdis Dombrovskis (the European Commission Executive Vice-President) will lead efforts to streamline the frameworks, reduce bureaucracy, and enhance economic productivity. The proposed omnibus legislation will be an early priority in this initiative, aiming to create a more cohesive and manageable regulatory environment.⁴⁰ The omnibus is of a result of Draghi's report "*The future of European competitiveness*", which looks at the challenges faced by the industry and companies in the Single Market⁴¹ and which sustained that regulatory barrier as a primary reason for the EU's stagnant economy.⁴² Following the announcement, a significant number of critics have voiced their concerns, bringing them to the President's attention. These concerns pointed out doubts about the effectiveness of the omnibus and its alignment with the original objectives of the relevant legislation. A group of business and human rights (BHR) professionals drawn from legal practice, consulting, academia and the business world, in addressing a letter to the President von der Leyen, highlighted that their views "*the CSDDD is not a reporting law and therefore should be excluded from the Omnibus*".⁴³ This was also emphasized by the Vice President responsible for the Omnibus Simplification Package, Mr Voss, who confirmed that *the CSDDD does not add any further reporting requirements, as reporting under the CSRD fulfils the communication requirements of the CSDDD*.⁴⁴ They also marked that CSRD and Taxonomy can be amended without primary legislation, and altering the rules now would disadvantage sustainability leaders

⁴⁰ Directorate-General for Neighbourhood and Enlargement Negotiations, *Speech by President von der Leyen at the European Parliament Plenary: New College of Commissioners and Its Vision for 2024*, News article, European Commission 27 November 2024.

⁴¹ DRAGHI, *The future of European competitiveness*, European Commission, 2024.

⁴² DURMUN – BEUSELINK et al., *The EU Omnibus Regulation: Preparing for changes to European sustainability disclosure regulations*, ERM, 2025.

⁴³ Business & Human Rights Resource Centre, *Views from business and human rights advisory practice and academia on the EU omnibus proposal*, 2025.

⁴⁴ VOSS, on the *Omnibus Simplification Package*, addressed to Stéphane Séjourné, Executive Vice President of the European Commission, Brussels, 4 December 2024.

while benefiting laggards, so the focus should be on efficient implementation through delegated acts and guidance to ensure proper compliance.⁴⁵ Also, civil society, human rights defenders, trade unions, and climate activists urged the European Commission to protect these crucial EU corporate accountability laws and maintain the original timeline for their implementation. In their opinion the re-opening of these files through the omnibus could create uncertainty for countries that have already started their transposition process, and reward non-compliant companies. This risks a “race to the bottom” in standards, increasing exploitation and environmental harm.⁴⁶ Associations and companies, such as Nestlé and Ferrero, have pointed out the importance of these legislations and their potential to foster long-term resilience and value for European businesses, by enhancing their competitive edge. The lack of consistency, clarity, and confidence in their application of this rules constitute an obstacle in the pursuit of competitiveness. They also argue that others might use this process of revisiting the legislation as an opportunity to push for political renegotiations, since this process involves the new European Parliament and the Council, with the potential for political influence.⁴⁷ Despite the complains, the European Commission adopted the simplification package,⁴⁸ which includes two legislative proposals that are currently undergoing negotiation: 1) Omnibus I⁴⁹, *also known as “stop the clock” proposal, and which intends to postpone the reporting deadlines for the CSRD and the entry into application and transposition of the CSDDD*. This was further approved by the European Council on 14th April 2025⁵⁰; 2)

⁴⁵ Business & Human Rights Resource Centre, *Views from business and human rights advisory practice and academia on the EU omnibus proposal*, January 2025.

⁴⁶ Business & Human Rights Resource Centre, *Joint CSO-TU Statement on Omnibus*, January 2025.

⁴⁷ Business & Human Rights Resource Centre, *Omnibus Business Statement*, January 2025.

⁴⁸ Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Omnibus package - Commission launched simplification package in February as part of increased focus on EU competitiveness*, Newsletter, European Commission, 1 April 2025.

⁴⁹ European Commission, *Omnibus I*, General publications, 26 February 2025.

⁵⁰ Directive (EU) 2025/794 of the European Parliament and of the Council of 14 April 2025 amending Directives (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards the dates from which Member States are to apply certain corporate sustainability reporting and due diligence requirements.

Omnibus II⁵¹, which intends, among others, “to reduce administrative burdens by 25%, and by 35% for small and medium-sized businesses”.⁵² Additionally, the scope of the sustainability reporting obligation is proposed “to be reduced to large undertakings, and parent undertakings of large groups, with an average of more than 1 000 employees during the financial year”.⁵³ On this respect, “the Commission estimates that the proposal will reduce the number of companies in scope by 80%”.⁵⁴ For those companies that remain in scope and have a net turnover up to € 450 million, the omnibus envisages voluntary Taxonomy reporting, thereby further reducing the number of entities required to disclose their Taxonomy alignment.⁵⁵

6. The issue of sustainability remains a major challenge for the world and to successfully tackle it, it is essential that all global actors play their part, applying the lessons learned from the past and using common sense as the guiding principle for their actions. Governments, companies, investors and consumers are more than ever required to model their profit-oriented decision-making choices in consideration of their potential impacts on ESG factors. As common sense and profitability still seem to stand at opposite ends, regulation emerges as the preferred tool to bridge these apparently conflicting notions, which are, in fact, inseparable — one cannot exist without the other.

Based on the recent developments which form the foundation of this article, the legislation tackles the sustainability challenges by identifying three key actions pursued with the Taxonomy Regulation, the CSRD and the CSDDD: classification, reporting, and mitigation. To implement these actions, adequate resources and tools

⁵¹ European Commission, *Omnibus II*, General publications, 26 February 2025.

⁵² Directorate-General for Communication, *Commission proposes to cut red tape and simplify business environment*, News article European Commission, 26 February 2025.

⁵³ European Central Bank, *Opinion of the European Central Bank of proposals for amendments to corporate sustainability reporting and due diligence requirements* (CON/2025/10), 8 May 2025.

⁵⁴ European Commission, *Questions and answers on simplification omnibus I and II*, 26 February 2025.

⁵⁵ *Ibidem*.

are required, which in turn demand investments. On the other hand, the inclusion of sustainable variables provides long-term resilience and a strong reputation. Regulation as convergence tool, should not only be viewed as a complex and costly obligation that companies must comply with, but also as a scientific and technical tool that supports companies, providing an intangible value, created by studies, which, by analysing market dynamics, push businesses to adapt in order to remain competitive.

The progress achieved through various regulations is widely recognized, especially with the CSDDD: the establishment of dedicated SAs symbolizes the regulators' acknowledgment of the relevance of ESG issues. Consequently, SAs are expected to fulfil their role in this challenge, ensuring that sustainability principles are effectively enforced and reflected in corporate practices. However, the approved Act of the said directive, it does not explicitly address the duties and responsibilities of directors. As a result, the principle of sustainability may not be adequately considered in corporate governance decisions, remaining insufficiently integrated or visible in companies' strategic choices.

The omnibus is seen as the means to facilitate the implementation of such sophisticated regulations, and in doing so, by simplifying them, to foster market fluidity and competitiveness. Regrettably, the simplification of burdens related to ESG matters might not always be adequate or effective, as reducing responsibilities and the scope of application could diminish the importance of everyone's role in addressing this challenge. Both small and large players, through their choices, generate effects on the planet. Additionally, the consideration of sustainability in their decisions must be an intrinsic factor, born out of and driven by past social and environmental disasters. It should be an integral part of governance practices and the core investment for companies, as it is a necessary condition for their survival. The omnibus seems to carry political risks, as it is requiring an entirely new legislative process as reopened the debate on all three regulations. Given the more

conservative leanings of the new Parliament, the omnibus could become a "backdoor" for more substantial changes to the regulations.⁵⁶ This could risk further uncertainty in an already complex and volatile landscape, thereby hindering investments in the management systems required to implement and integrate regulations into business practices.⁵⁷

The uncertainty and delay associated with the omnibus could jeopardize the primary objective for which it was created: to facilitate the application of relevant directives. Timeliness is crucial, yet it seems misaligned with the pace currently adopted by the Union.⁵⁸ On the other hand, while it is essential to monitor developments within our continent, the wave of deregulation driven by major global powers, particularly the United States, must also be taken into account. Given the regulatory challenges that have emerged, it is imperative that the EU persists with determination, fostering progress while safeguarding human rights, the environment, and the climate. This requires clarity, stability, and above all, legal certainty and the rule of law. In summary, it is of utmost importance to implement a timely, definitive, and unified regulatory framework to prevent fragmentation and foster a fair and sustainable future for all stakeholders and citizens.

Margherita Sarli

⁵⁶ RASCHE, *EU's CSRD, CSDDD, Taxonomy & Omnibus: Four Arguments Why This Bus Should Never Depart*, LinkedIn, 28 November 2024.

⁵⁷ *Ibidem*.

⁵⁸ *Ibidem*.