

Quaderni giuridici

Gli sviluppi tecnologici del diritto societario

a cura di M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

23

maggio 2022

L'attività di ricerca e analisi della Consob intende promuovere la riflessione e stimolare il dibattito su temi relativi all'economia e alla regolamentazione del sistema finanziario.

I **Quaderni di finanza** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di economia e finanza. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Discussion papers** ospitano analisi di carattere generale sulle dinamiche del sistema finanziario rilevanti per l'attività istituzionale.

I **Quaderni giuridici** accolgono lavori di ricerca volti a contribuire al dibattito accademico su questioni di diritto. Le opinioni espresse nei lavori sono attribuibili esclusivamente agli autori e non rappresentano posizioni ufficiali della Consob, né impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare i lavori della collana, non è pertanto corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla Consob o ai suoi Vertici.

I **Position papers**, curati dalla Consob anche in collaborazione con altre istituzioni, illustrano ipotesi di modifiche del quadro regolamentare o degli approcci di vigilanza e ricognizioni di aspetti applicativi della normativa vigente.

Comitato di Redazione

Concetta Brescia Morra, Nadia Linciano, Rossella Locatelli, Caterina Lucarelli, Marco Maugeri, Francesco Nucci, Francesco Saita, Umberto Tombari, Gianfranco Trovatore, Marco Ventoruzzo

Segreteria di Redazione

Eugenia Della Libera

Progetto Grafico

Studio Ruggieri Poggi

Stampa e allestimento

Tipografia Eurosia srl (Roma)

<http://www.tipografiaeurosia.it>

Consob

00198 Roma – Via G.B. Martini, 3

☎ 06.8477.1

☎ 06.8477612

✉ studi_analisi@consob.it

ISSN 2281-5236 (online)

ISSN 2281-5228 (stampa)

Gli sviluppi tecnologici del diritto societario

a cura di M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini (*)

Abstract

Il lavoro affronta il tema dell'introduzione delle tecnologie digitali negli assetti organizzativi e nei meccanismi di *corporate governance* delle società quotate, passando in rassegna gli ambiti in cui si sono registrate le novità più promettenti e interrogandosi sul corretto equilibrio tra benefici attesi e rischi potenziali. Dopo una premessa di carattere generale sulla trasformazione digitale delle imprese, l'attenzione è rivolta all'esame degli sviluppi tecnici in materia di accesso e gestione delle informazioni finanziarie da parte degli emittenti quotati e ai relativi impatti sull'informativa societaria. Muovendo dalla constatazione che lo stato emergenziale dovuto alla diffusione del COVID-19 ha recentemente indotto il legislatore a prevedere misure eccezionali, dirette ad agevolare lo svolgimento delle assemblee societarie da remoto, si procede ad analizzare i problemi applicativi posti dall'impiego di tecnologie digitali nel procedimento assembleare, scrutinando l'opportunità o meno di aggiornare a tali novità l'impostazione normativa ordinaria. L'indagine si sofferma altresì sulla possibile utilizzazione delle tecnologie a registri distribuiti nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, illustrando le forme di impatto che le stesse tecnologie generano sui meccanismi di controllo interno ed evidenziando il contributo che tali soluzioni potrebbero apportare in termini di benefici sulla sicurezza e sul miglioramento dei processi di identificazione e valutazione dei rischi aziendali. Il lavoro ripercorre, in conclusione, le principali criticità in tema di protezione dei dati personali generate dall'impiego di meccanismi digitali all'interno dei modelli organizzativi delle società.

(*) Margherita Bianchini - Assonime, Direttore dell'Area del Diritto Societario e Vicedirettore Generale;
Giorgio Gasparri - CONSOB, Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici;
Giorgio Resta - Università degli Studi Roma Tre, Ordinario di Diritto Privato Comparato;
Gianfranco Trovatore - CONSOB, Divisione Studi, Responsabile dell'Ufficio Studi Giuridici;
Andrea Zoppini - Università degli Studi Roma Tre, Ordinario di Diritto Privato.

Si ringraziano Anna Sciortino (ESMA) e Marcello Bianchi (Assonime, Direttore dell'Area del Mercato dei Capitali e società quotate e Vicedirettore Generale) per la partecipazione costante e il contributo offerto. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo la responsabilità dell'Istituto. Nel citare il presente lavoro non è, pertanto, corretto attribuire le argomentazioni ivi espresse alla CONSOB o ai suoi vertici. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori.

Indice

1	Le opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche nell'ambito del diritto delle società quotate: profili introduttivi	
	G. Resta - A. Zoppini.....	7
2	La digitalizzazione delle informazioni finanziarie nel Regolamento ESEF e le prospettive di accesso unitario e comune alle stesse	
	L. Benvenuto - F. Savasta	10
2.1	Premessa	10
2.2	I precedenti europei in tema di informatizzazione e di accesso alle informazioni finanziarie	10
2.3	Il contesto di riferimento del Regolamento ESEF: gli obblighi informativi periodici delle società quotate	12
2.4	Principali caratteristiche della Direttiva 2013/50/UE e del Regolamento ESEF.....	13
2.5	La marcatura iXBRL del bilancio e le finalità di elaborabilità e comparabilità	15
2.6	La natura del processo di marcatura del consolidato e il suo impatto sulle procedure di approvazione e controllo dei documenti contabili	17
2.7	La possibile evoluzione del sistema: la pubblicazione in formato elaborabile delle informazioni di sostenibilità.....	18
2.8	L'accessibilità alle informazioni finanziarie attraverso un sistema unitario.....	19
2.9	L'evoluzione del progetto EEAP: verso il <i>single entry point</i>	22
2.10	Lo <i>European single access point</i> (ESAP) quale strumento di implementazione della <i>Capital Markets Union</i>	24
3	L'utilizzo delle ICT nel procedimento assembleare delle società quotate	
	V. Allotti - P. Spatola.....	29
3.1	L'informativa pre- e post-assembleare: il ruolo del sito internet.....	29
3.2	Flussi di informazioni relativi alle <i>corporate actions</i> degli emittenti	34
3.3	Dialogo con gli azionisti ed "engagement": le opportunità della digitalizzazione	40
3.4	Lo svolgimento dell'assemblea	43
3.4.1	Il quadro normativo vigente	43
3.4.2	La normativa emergenziale.....	45
3.4.3	Modelli di assemblea "virtuale", problemi applicativi e possibili interventi di regolamentazione.....	48
3.4.4	Ruolo dell'assemblea e impatto delle nuove tecnologie	52

4	La <i>digital transformation</i> nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi	
	L. Brunelli – G. Gasparri	56
4.1	<i>DLT</i> e <i>blockchain</i> : profili di carattere generale.....	56
4.2	Dati empirici sull'applicazione della <i>DLT</i>	58
4.3	Impatto della <i>DLT</i> sulle principali funzioni di controllo interno: <i>compliance</i> , <i>risk management</i> e <i>internal audit</i>	60
4.4	Primi profili applicativi della <i>DLT</i> ed effetti sul sistema dei controlli	65
5	L'interferenza della digitalizzazione nei processi di <i>governance</i> con il regime di protezione dei dati personali	
	C. Giustolisi – E. Ruzzi – F. Ruggeri	68
5.1	Premessa	68
5.2	<i>Digital transformation</i> delle società quotate e profili di rischio nel trattamento dei dati personali.....	69
5.3	L'informatizzazione del procedimento assembleare: i presidi a tutela della riservatezza dei dati personali	73
5.4	Il trattamento dei dati personali degli azionisti.....	76
5.5	Trattamento illecito dei dati personali e profili di responsabilità nelle società quotate	78
5.6	L'apparato sanzionatorio delle violazioni.....	80
6	Conclusioni	
	G. Resta – A. Zoppini.....	83
	Riferimenti bibliografici	87

1 Le opportunità offerte dalle innovazioni tecnologiche nell'ambito del diritto delle società quotate: profili introduttivi

G. Resta - A. Zoppini

Negli ultimi anni i sistemi di *governance* societaria sono stati al centro di un profondo processo di trasformazione, spinto dall'impiego di nuove e sempre più sofisticate tecnologie digitali, nell'ottica di beneficiare anche in quest'ambito delle opportunità offerte dall'innovazione. Un'evoluzione, peraltro, notevolmente accelerata dallo scoppio della nota crisi sanitaria che, a livello globale, ha imposto lo sviluppo e l'adozione di soluzioni tecnologiche idonee a conciliare le più diverse esigenze delle società con il necessario rispetto delle misure di contenimento del rischio pandemico.

Appare ragionevole aspettarsi che questa tendenza non verrà frenata dal superamento della fase emergenziale, ma, al contrario, l'integrazione di nuovi strumenti digitali nella realtà aziendale potrà beneficiare delle esperienze e degli elementi acquisiti nel contesto attuale (si pensi, ad esempio, allo svolgimento delle riunioni assembleari in modalità puramente "virtuali" o anche "ibride", su cui v. *infra* § 3.4).

In generale, la digitalizzazione porta con sé la promessa di agevolare notevolmente le funzioni di vigilanza, i flussi informativi endosocietari e gli interventi degli *stakeholders* nei processi decisionali. Un chiaro esempio applicativo è offerto dalle tecnologie a registri distribuiti (*Distributed Ledger Technology - DLT*) la cui introduzione nei processi di identificazione e valutazione dei rischi aziendali – come meglio si illustrerà *infra* nel cap. 4 – potrebbe semplificare le attività di controllo, a beneficio dei vari attori coinvolti, non senza porre altresì questioni di compatibilità dell'applicazione di tali strumenti con la normativa vigente in tema di attività di *corporate governance*, oltre a problematiche a primo impatto estranee ai soggetti che operano sui mercati finanziari (ad esempio, in riferimento alla tutela della *privacy* e alla protezione dei dati personali, su cui v. *infra* cap. 5).

La trasformazione digitale delle imprese rappresenta, d'altronde, un punto cardine del recente Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che destina una cospicua parte delle risorse derivanti dal piano *Next Generation EU*, disposto dalla Commissione europea nel 2020, all'innovazione del sistema produttivo, specialmente incentivando gli investimenti in tecnologie avanzate e nelle attività di ricerca e sviluppo, con il dichiarato intento di porre delle solide condizioni per la crescita del Paese: si pensi, ad esempio, alla costruzione di un'infrastruttura di reti ad altissima capacità (*Very High Capacity Network*), di fondamentale importanza per l'utilizzo di tecnologie digitali sempre più sofisticate, volto a rafforzare notevolmente il grado di competitività delle imprese nazionali, anche nel più ampio contesto del mercato unico europeo.

La linea di tendenza appena prospettata e le relative questioni giuridiche accendono inevitabilmente il confronto tra i giuristi, permettendo di sviluppare riflessioni nuove su interrogativi e contrasti di fondo del diritto societario mai real-

mente risolti, che, con l'avvento del fenomeno digitale, stanno conoscendo una seconda giovinezza.

In tale contesto, l'articolato processo di introduzione di sistemi digitali negli assetti societari e nei meccanismi di *corporate governance* ha posto il giurista di fronte a nuove sfide circa la reale (ma controversa) portata della trasformazione digitale in ambito societario. Se è certo che questa rappresenti, in particolare nella realtà delle società quotate, una tanto eccezionale quanto rara occasione di rilancio e di risoluzione di taluni aspetti oggetto di discussione, non può, al contempo, non evidenziarsi come la transizione digitale faccia affiorare nuovi e rilevanti rischi propri delle dinamiche societarie, che impongono di analizzare e regolare tali meccanismi in modo adeguato.

In ciò si spiega, dunque, la necessità di individuare le categorie giuridiche tradizionali del diritto societario più idonee a intervenire sui fenomeni connessi con i processi di digitalizzazione. Tale qualificazione risulta, infatti, indispensabile a scongiurare, da un lato, l'eccessiva quanto sterile proliferazione normativa in settori che, seppur direttamente coinvolti dal fenomeno, non necessitano di previsioni normative *ad hoc* e, dall'altro, a permettere di colmare le inevitabili lacune normative che strumenti tanto innovativi possono far emergere nel nostro ordinamento.

Questa tendenza genera, dunque, la necessità di una ricognizione dei modelli informatici utilizzati all'interno del complesso meccanismo del governo societario, nel tentativo – evidentemente, tutt'altro che immediato – di pervenire a una categorizzazione giuridica degli stessi, atta a disciplinarne l'utilizzo e a prevenire i possibili rischi connessi alla loro applicazione.

In quest'ottica, il presente lavoro intende, dunque, proporre uno studio aggiornato sui profili di maggiore interesse derivanti dall'impiego delle tecnologie digitali all'interno dei modelli di *corporate governance* delle società quotate, passando in rassegna i settori in cui si sono registrate le novità più significative e interrogandosi sul corretto equilibrio tra benefici attesi e rischi sottesi al loro impiego.

La prima parte di questa "rassegna" si soffermerà sugli sviluppi tecnici in materia di accesso e gestione delle informazioni finanziarie da parte degli emittenti quotati e il relativo impatto di queste novità sull'attuale modello dell'informazione societaria: un tema di rinnovato rilievo sia tecnico sia giuridico, a seguito dell'adozione del Regolamento delegato (UE) 2019/815 del 17 dicembre 2018 in tema di obblighi redazionali delle relazioni finanziarie annuali (su cui v. *infra*, cap. 2).

In secondo luogo, in virtù dell'improvvisa accelerazione dell'impiego di sistemi di digitalizzazione dovuti alla recente crisi sanitaria, il quaderno affronterà questioni di stringente attualità connesse al tema dello svolgimento delle assemblee "virtuali" delle società quotate, passando in rassegna la disciplina emergenziale e interrogandosi sui problemi applicativi e sui percorribili interventi regolatori (su cui v. *infra*, cap. 3).

Come anticipato, parte dell'indagine è altresì dedicata al possibile utilizzo delle tecnologie a registri distribuiti nel sistema di controllo interno e di gestione del

rischio aziendale, illustrando le forme di impatto che la stessa genera sui meccanismi di controllo ed evidenziando il contributo che tali soluzioni possono apportare in termini di benefici sulla sicurezza e sul miglioramento dei processi di identificazione e valutazione dei rischi (*infra*, cap. 4).

In conclusione, vengono posti in rilievo alcuni profili di natura applicativa, in grado di mettere in luce le principali criticità in tema di tutela della *privacy* e di protezione dei dati personali generate dall'impiego di meccanismi digitali all'interno dei modelli organizzativi delle società. L'accento viene altresì posto sulle questioni attinenti al corretto equilibrio tra la portata evolutiva insita nel fenomeno della digitalizzazione in ambito societario e le questioni giuridiche connesse al rispetto dei limiti di trasparenza imposti dalla disciplina in materia di protezione dei dati personali (*infra*, cap. 5).

2 La digitalizzazione delle informazioni finanziarie nel Regolamento *ESEF* e le prospettive di accesso unitario e comune alle stesse

L. Benvenuto - F. Savasta ()*

2.1 Premessa

Il capitolo intende affrontare il tema della digitalizzazione delle informazioni finanziarie sotto due prospettive.

La prima prospettiva è costituita dal recente obbligo, in capo agli emittenti quotati, di predisporre la relazione finanziaria annuale in un formato elettronico unico di comunicazione. La Direttiva 2013/50/UE, nell'ambito di una complessiva rivisitazione della c.d. Direttiva *Transparency*¹, ha modificato la disciplina di pubblicazione della relazione finanziaria annuale, prevedendo che essa sia predisposta nel formato elettronico individuato dal Regolamento delegato (UE) 2019/815 (Regolamento *ESEF*), il quale ha imposto l'obbligo di redigere le relazioni finanziarie annuali nel formato *XHTML* (*eXtensible HyperText Markup Language*), marcando alcune informazioni del bilancio consolidato con le specifiche *Inline XBRL* (*eXtensible Business Reporting Language*).

La seconda prospettiva concerne il sistema generalizzato di accesso e gestione delle informazioni finanziarie, anche attraverso meccanismi di apprendimento automatico (attraverso l'intelligenza artificiale), che è al centro dell'attenzione dell'intera comunità internazionale (anche al fuori dai confini dell'UE).

Per entrambe le prospettive si cercherà di precisare il quadro normativo esistente o lo stato d'avanzamento dei lavori, i problemi più rilevanti e le possibili prospettive di evoluzione.

2.2 I precedenti europei in tema di informatizzazione e di accesso alle informazioni finanziarie

I temi dell'informatizzazione dei documenti contabili e di coordinamento a livello europeo degli strumenti di accesso centralizzato a distanza dei dati contabili sono da tempo all'attenzione del legislatore europeo, nell'ambito della disciplina sulla pubblicità legale degli atti e delle informazioni relative alle società di capitali.

(*) Leonardo Benvenuto - Assonime, Area del Diritto Societario;
Francesco Savasta - CONSOB, Divisione Studi, Ufficio Studi Giuridici.

¹ Direttiva 2004/109/CE.

Già la Direttiva 2009/101/CE (c.d. Direttiva pubblicità legale)² aveva inteso affrontare il problema di informatizzare i documenti contabili con l'armonizzazione delle discipline societarie europee relative ai regimi di pubblicità legale di una serie di atti sociali e informazioni, tra cui i documenti contabili obbligatori. In particolare, si prevedeva che: le società potessero registrare per via elettronica gli atti da pubblicare presso il registro di pubblicità commerciale; le richieste di ottenere copie degli atti potessero essere presentate anche in via elettronica; le copie degli atti dal registro potessero essere ottenute sia su supporto cartaceo sia in formato elettronico, a scelta del richiedente³.

Sotto questo profilo, il nostro ordinamento si presentava all'avanguardia, avendo previsto, fin dal 2000, la completa informatizzazione obbligatoria del sistema di pubblicità commerciale realizzato attraverso il Registro delle imprese⁴.

Successivamente, la Direttiva 2012/17/UE e il Regolamento di esecuzione (UE) 2015/884 hanno modificato la Direttiva 2009/101/CE, istituendo un «*sistema di interconnessione dei registri delle imprese*» (*Business Registers Interconnection System - BRIS*), in cui l'accesso alle informazioni ivi contenute avviene attraverso un portale che funge da punto di accesso europeo⁵. Il sistema di interconnessione è volto a garantire l'accesso a livello dell'UE alle informazioni sulle società registrate negli Stati membri e a rendere possibile la comunicazione elettronica tra tutti i registri delle imprese di tutta l'UE, i quali potranno scambiarsi informazioni sulle succursali estere e sulle fusioni transfrontaliere di società.

Queste previsioni sono ora contenute nella Direttiva (UE) 2017/1132, che codifica il complesso di direttive di armonizzazione europee in materia societaria.

In sintesi, il sistema di pubblicità legale previsto a livello europeo introduce la pubblicazione obbligatoria per una serie di atti e indicazioni, tra cui i documenti contabili degli esercizi finanziari⁶. I documenti e le informazioni da pubblicare possono essere presentati *on-line*⁷. I documenti possono essere ottenuti anche in via elettronica. Nel sistema di interconnessione dei registri⁸ devono essere rese disponibili le copie elettroniche dei documenti e delle informazioni da pubblicare⁹.

È da sottolineare come, in questo contesto, l'informatizzazione della documentazione contabile è intesa come messa a disposizione del pubblico attraverso una rappresentazione informatica dei documenti contabili. Si tratta di un fenomeno complesso, che coniuga l'informatizzazione delle informazioni finanziarie – nel senso che le informazioni vengono rappresentate attraverso un sistema di codificazione

2 Tale direttiva codifica organicamente i contenuti della c.d. I direttiva societaria 68/151/CEE.

3 Art. 3 della direttiva 2009/101/CE.

4 Art. 31 della legge 24 novembre 2000, n. 340.

5 Art. 4-*bis* della direttiva 2009/101/CE.

6 Art. 14, lett. f), della direttiva 2017/1132.

7 Art. 13-*undecies* della direttiva 2017/1132.

8 Art. 22 della direttiva 2017/1132.

9 Art. 18 della direttiva 2017/1132.

delle informazioni in un linguaggio digitale – con un regime di accessibilità a distanza attraverso la rete internet per il tramite di un elaboratore elettronico di dati (qual è il computer).

La successiva introduzione del citato «*sistema di interconnessione dei registri delle imprese*» ha fatto sì che l'accesso alle informazioni ivi contenute avvenga attraverso un portale che già funge da punto di accesso europeo¹⁰. Il sistema di interconnessione è volto a garantire l'accesso a livello dell'UE alle informazioni sulle società registrate negli Stati membri e a rendere possibile la comunicazione elettronica tra tutti i registri delle imprese di tutta l'UE, i quali potranno scambiarsi informazioni sulle succursali estere e sulle fusioni transfrontaliere di società.

2.3 Il contesto di riferimento del Regolamento *ESEF*: gli obblighi informativi periodici delle società quotate

Rispetto a questa disciplina generale in tema di informatizzazione della disciplina pubblicitaria legale di determinati atti d'impresa il Regolamento *ESEF* si colloca all'interno del quadro normativo europeo in materia di informativa al pubblico degli emittenti quotati.

Al fine di realizzare un mercato dei capitali efficiente, trasparente e integrato, che consenta la migliore allocazione degli investimenti e una riduzione dei costi, attraverso un regolare flusso di informazioni, la Direttiva *Transparency* ha imposto agli emittenti quotati di pubblicare un "pacchetto informativo" denominato "relazione finanziaria annuale" entro quattro mesi dalla fine dell'esercizio contabile di riferimento, da mantenere a disposizione del pubblico per almeno dieci anni¹¹. Per emittenti si intendono le società i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. La relazione finanziaria annuale comprende: il progetto di bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato; la relazione sulla gestione; le attestazioni di conformità delle persone responsabili.

I criteri cui devono rispondere i meccanismi di pubblicazione adottati a livello nazionale sono indicati nell'art. 21 della stessa Direttiva, secondo cui lo Stato membro deve assicurare che l'emittente comunichi le informazioni in modo da garantire l'accesso rapido e non discriminatorio, rendendole disponibili al meccanismo per lo stoccaggio centrale delle informazioni.

10 Si riporta di seguito il contenuto dell'art. 4-bis della Direttiva 2009/101/CE: Articolo 4 bis: "È istituita una piattaforma centrale europea (la «piattaforma»). 2. Il sistema di interconnessione dei registri si compone degli elementi seguenti: – i registri degli Stati membri, – la piattaforma, – il portale, che funge da punto di accesso elettronico europeo. 3. Gli Stati membri assicurano l'interoperabilità dei loro registri all'interno del sistema di interconnessione dei registri attraverso la piattaforma. 4. Gli Stati membri possono istituire punti di accesso opzionali al sistema di interconnessione dei registri. Essi notificano immediatamente alla Commissione l'istituzione di tali punti di accesso e le modifiche significative riguardanti il loro funzionamento. 5. L'accesso alle informazioni contenute nel sistema di interconnessione dei registri è garantito attraverso il portale e i punti di accesso opzionali istituiti dagli Stati membri. 6. L'istituzione del sistema di interconnessione dei registri non pregiudica gli accordi bilaterali esistenti tra gli Stati membri relativamente allo scambio di informazioni sulle società".

11 Art. 4, paragrafo 1 della Direttiva 2009/101/CE.

Nel nostro ordinamento, il complesso di tali indicazioni è stato attuato attraverso l'art. 154-ter del TUF e gli artt. 65-bis ss. del Regolamento Emittenti CONSOB. Gli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine mettono a disposizione del pubblico, entro quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio sociale, la relazione finanziaria annuale attraverso: il deposito presso la sede sociale; la pubblicazione sul proprio sito internet; la comunicazione ai *media*; la trasmissione al meccanismo di stoccaggio; la diffusione utilizzando il meccanismo di diffusione elettronica delle informazioni SDIR o la diffusione in proprio.

Il nostro ordinamento si era già mosso, quindi, nel senso di realizzare una forma di digitalizzazione delle informazioni contabili relativa agli emittenti quotati che sono disponibili al mercato attraverso il sito della società e i meccanismi di diffusione elettronica.

2.4 Principali caratteristiche della Direttiva 2013/50/UE e del Regolamento ESEF

È in questo contesto che la Direttiva 2013/50/UE, nell'ambito di una complessiva rivisitazione della Direttiva *Transparency*, ha modificato la disciplina sulla relazione finanziaria annuale, prevedendo che il complesso dei documenti che compone la stessa debba essere predisposto in un formato elettronico unico di comunicazione¹².

Questa innovazione si giustifica nei supposti benefici per gli emittenti, gli investitori e le autorità che deriverebbero dall'adozione di un formato elettronico armonizzato, il quale, a giudizio del legislatore europeo, agevola la comunicazione delle informazioni e favorisce l'accessibilità, l'analisi e la comparabilità delle relazioni finanziarie annuali¹³.

Al fine di individuare concretamente quale potrebbe essere la migliore soluzione tecnica, è stato attribuito alla Commissione europea, in base a un progetto elaborato dall'*ESMA*, il compito di definire e disciplinare il formato elettronico unico da adottare.

L'*ESMA*, nel dicembre 2017, dopo una fase di consultazione, ha pubblicato la bozza finale delle norme tecniche, combinando le tecnologie *XHTML* e *Inline XBRL*. La Commissione europea ha adottato il formato elettronico unico di comunicazione da utilizzare con il Regolamento *ESEF*¹⁴, che si articola in due sottosistemi: un linguaggio

12 Originariamente, la disciplina iniziava a decorrere dal 1° gennaio 2020. In base a una modifica alla Direttiva *Transparency*, gli Stati membri hanno avuto il potere di posticipare di un anno l'applicazione del Regolamento *ESEF*. Lo Stato italiano, con la legge 26 febbraio 2021, n. 21, ha esercitato questo potere, prevedendo che le disposizioni del Regolamento *ESEF* si applichino alle relazioni finanziarie relative agli esercizi avviati a decorrere dal 1° gennaio 2021.

13 *Considerando 26* della direttiva 2013/50.

14 È da sottolineare che l'originaria versione del Regolamento *ESEF* è stata già modificata tre volte, per tener conto dell'evoluzione dei principi contabili internazionali: con il Regolamento delegato 2019/2100, con il Regolamento delegato 2020/1989 e con il Regolamento delegato 2022/352.

generale di redazione dell'intera relazione finanziaria annuale e un sistema di marcatura di specifiche informazioni contenute nel bilancio consolidato.

Gli emittenti devono redigere l'intera relazione finanziaria annuale nel formato *XHTML*¹⁵. Questo significa che il complesso di documenti rientranti in tale paniere informativo dev'essere pubblicato secondo il predetto linguaggio informatico, mentre non è più ammesso l'utilizzo di altri linguaggi informatici, quali il PDF, se non quale informazione aggiuntiva.

Quando la relazione finanziaria annuale contenga anche bilanci consolidati, redatti secondo i principi contabili internazionali *IFRS*, gli emittenti devono marcare secondo il linguaggio *XBRL* tutti i valori numerici di natura monetaria degli schemi di bilancio consolidato, nonché le informazioni contenute nella nota integrativa che corrispondono alla versione completa degli elementi obbligatori della tassonomia di base¹⁶.

Il Regolamento *ESEF* definisce i criteri per effettuare la marcatura delle informazioni contenute nel bilancio consolidato, la quale deve avvenire utilizzando il linguaggio di *mark up XBRL* e una tassonomia denominata "tassonomia di base"¹⁷.

Il linguaggio *XBRL* consente di contrassegnare le voci e i concetti contenuti nei documenti di bilancio (quali ricavi, costi, etc.) con una certa etichetta che li descrive. Il documento, il quale raccoglie l'elenco dei concetti, li definisce e li mette in relazione gerarchica, è la tassonomia. Questo sistema di catalogazione informatica dei dati di bilancio consente la raccolta di grandi quantità di dati e la loro comparazione attraverso il ricorso a tecniche automatizzate di analisi informatica. La marcatura avviene utilizzando l'elemento della tassonomia di base il cui significato contabile più si avvicina all'informazione da marcare.

Sotto un profilo operativo, il processo di marcatura si effettua distinguendo la marcatura di dettaglio e la marcatura di blocco. La marcatura di dettaglio è quella relativa alle voci numeriche dei prospetti ed è un processo che, partendo dalle voci dei prospetti, va a individuare l'etichetta appropriata negli schemi di tassonomia di base. La marcatura di blocco è, invece, un processo il quale, partendo dagli elementi obbligatori della tassonomia di base¹⁸, va a individuare nelle note integrative l'elemento informativo concettualmente corrispondente.

Nel caso in cui gli elementi informativi della tassonomia di base che più si avvicinano al significato dell'informazione da marcare non riflettano correttamente il suo significato contabile, gli emittenti devono creare un'estensione alla tassonomia di

15 Art. 3 della Direttiva 2013/50/UE.

16 Si tratta di un'ampia serie di informazioni di natura prevalentemente testuale indicati nell'allegato II, tabella 2, del Regolamento relative a circa 240 campi rappresentativi delle *disclosure* previste dagli *IFRS*.

17 Artt. 2, paragrafo 1, e 4, paragrafo 4 della Direttiva 2013/50/UE. Essa è di fatto un'estensione della tassonomia *IFRS*, essendo stata elaborata sulla base di questa tassonomia con alcune integrazioni dettate dalle specifiche europee.

18 Di cui all'allegato II, tabella 2, del Regolamento 2019/815.

base per marcare l'informazione¹⁹. La circostanza può presentarsi sia quando gli elementi della tassonomia di base non riescono a coprire le specificità industriali dell'emittente di cui esso vuole dare conto nel bilancio consolidato, sia quando il legislatore nazionale ovvero le autorità pubbliche di vigilanza richiedono informazioni specifiche da rendere nei bilanci consolidati che non trovano riscontro nella tassonomia.

Nel valutare la necessità di creare estensioni, si deve distinguere tra i valori numerici di natura monetaria dei prospetti e i paragrafi della nota integrativa. I primi devono essere marcati obbligatoriamente e, quindi, gli emittenti, quando gli elementi informativi della tassonomia di base che più si avvicinano al significato dell'informazione del prospetto da marcare non riflettono correttamente il suo significato contabile, sono obbligati a ricorrere al meccanismo dell'estensione per marcare la voce. Le informazioni della nota integrativa, invece, non devono essere tutte obbligatoriamente marcate, ma sono da marcare solo quelle informazioni che corrispondono agli elementi obbligatori della tassonomia di base, cosicché, se gli elementi informativi della nota non corrispondono agli elementi obbligatori della tassonomia di base, l'emittente potrà scegliere se marcarli volontariamente con il meccanismo dell'estensione o lasciare l'informazione senza marcatura.

2.5 La marcatura *iXBRL* del bilancio e le finalità di elaborabilità e comparabilità

Una volta illustrate le caratteristiche principali del sistema tecnologico prescelto dal legislatore europeo per il formato elettronico unico di comunicazione della relazione non finanziaria, si può effettuare una prima valutazione sulle relative luci e ombre.

Rispetto alle precedenti scelte di informatizzazione dei documenti contabili, a cui si è fatto cenno, le quali, in quanto mere forme di rappresentazione informatica di documenti, erano tecnologicamente neutre, con il Regolamento *ESEF* si è effettuata una scelta a favore di una precisa tecnologia, che risulta una combinazione di *XHTML* e *iXBRL*.

Il formato *XHTML* rende la relazione di bilancio come una normale pagina *web* direttamente consultabile attraverso un moderno *browser*. Se pure non si tratta di un formato preconfezionato, che lascia al redattore libertà di redazione, esso non consente certo la ricchezza grafica che attualmente connota i documenti contabili.

La tecnologia qualificante del sistema è *iXBRL*, che, attraverso il sistema di etichettatura delle informazioni fondata su un'architettura di tassonomia comune, consente l'immediata e facile elaborabilità con strumenti informatici. La finalità primaria del linguaggio *iXBRL* non è, quindi, quella di garantire una più agevole

¹⁹ Art. 4, paragrafo 4, e Allegato IV, punto 4, del Regolamento.

leggibilità umana dei dati contabili: questo risultato si poteva dire già pienamente raggiunto con la presentazione in un comune linguaggio digitale (.doc, .html, .pdf) dei documenti. Tra l'altro, la codifica di un documento nel linguaggio *XBRL* produce un dato pensato soprattutto per la comprensione da parte di un elaboratore dati. Il documento codificato nel linguaggio *XBRL*, infatti, può essere letto anche dall'uomo solo mediante l'utilizzo di appositi *software*. La finalità primaria di questa scelta tecnologica è, invece, quella di consentire l'elaborabilità del dato e, quindi, una rapida e massiva elaborazione dei dati finanziari.

Un secondo profilo di cui si deve tener conto è quello della comparabilità. L'esistenza di una tassonomia (e cioè di un catalogo di concetti comuni e condivisi per tutti i redattori del bilancio) con cui etichettare le voci di bilancio favorisce la comparabilità dei bilanci.

Il sistema delle taggature *XBRL* può, però, rispondere a due diversi approcci: un primo approccio rigido, che tende a privilegiare la comparabilità, limitando la possibilità di personalizzare la tassonomia, e un secondo approccio flessibile, che consente una personalizzazione delle voci di tassonomia, rispettando le differenti modalità delle imprese di organizzare i dati finanziari. Al primo approccio s'ispira la disciplina italiana, che limita la possibilità di personalizzare la tassonomia²⁰. Il legislatore europeo consente, invece, di aggiungere concetti di tassonomia da parte del redattore del bilancio. Questo significa che la filosofia europea privilegia la libertà delle imprese di organizzare e presentare le informazioni contabili nel modo che ritengono più appropriato. È chiaro, però, che il maggior tasso di personalizzazione delle voci di tassonomia può andare a detrimento della comparabilità dei bilanci.

In sintesi, la tecnologia prescelta dal legislatore europeo di formato elettronico unico, rispetto alle generali esigenze che erano alla base dell'introduzione di un formato elettronico unico di comunicazione delle informazioni finanziarie (benefici per emittenti, investitori e autorità), pare rispondere principalmente alle esigenze non degli emittenti e neppure della platea generale dei fruitori delle informazioni, quanto di quelle categorie di fruitori che sono interessati all'elaborabilità delle informazioni, quali gli analisti finanziari.

20 Attualmente, il nostro ordinamento già contempla un obbligo di deposito dei bilanci delle società presso il Registro delle imprese secondo formati elaborabili, ai sensi dell'art. 37, comma 21-bis, della legge 4 agosto 2006, n. 248, e del DPCM del 10 dicembre 2008. Tale obbligo, tuttavia, non includeva le società quotate, per le quali, all'epoca della entrata in vigore del DPCM, non era ancora disponibile una tassonomia necessaria per procedere alle taggature. Nel Manuale operativo per il deposito bilanci al Registro delle imprese – Campagna 2022, predisposto da Unioncamere, viene inserito quest'anno un apposito paragrafo dedicato alle società quotate in cui viene consentito il deposito dei bilanci in formato ESEF.

2.6 La natura del processo di marcatura del consolidato e il suo impatto sulle procedure di approvazione e controllo dei documenti contabili

Un'ultima questione problematica riguarda la natura della marcatura nel processo di redazione del bilancio consolidato: si tratta di verificare se essa sia una formalità che integra il processo di formazione del documento oppure una mera modalità di esposizione del documento che si colloca a valle del perfezionamento dell'atto come forma di comunicazione al mercato.

Negli Stati Uniti – in cui si colloca l'esperienza più significativa di obbligo di presentazione dei dati contabili nel formato elaborabile *XBRL* – la soluzione è molto chiara: il documento in formato *XBRL* è considerato una forma di presentazione aggiuntiva (*exhibit*) che riporta gli schemi e le note di bilancio in aggiunta a quanto incluso nel documento ufficiale, rappresentato dal Form20-F in formato *HTML*²¹.

Presso le istituzioni europee, invece, prevale la diversa opinione secondo cui la marcatura delle voci del bilancio consolidato secondo il Regolamento *ESEF* è un'attività che integra il processo di formazione del bilancio. In particolare, la Commissione europea ritiene che i requisiti previsti dal Regolamento *ESEF* riguardino la redazione del bilancio. Nella Comunicazione interpretativa del 10 novembre 2020 si afferma, infatti, che gli emittenti sono tenuti a «*redigere*» le loro relazioni annuali nel formato *ESEF*²². In linea con questa impostazione appaiono anche le indicazioni contenute nelle Linee guida *CEAOB* del 9 novembre 2021, nonché le precisazioni dell'*ESMA*²³.

Nel nostro ordinamento giuridico l'art. 25, l. 23 dicembre 2021, n. 238 (Legge europea 2019–2020) ha modificato l'art. 154-*ter* del TUF sulle relazioni finanziarie annuali, prevedendo che gli amministratori curino l'applicazione delle disposizioni contenute nel Regolamento *ESEF* alle relazioni finanziarie annuali pubblicate dagli emittenti quotati aventi l'Italia come Stato membro d'origine.

Nella relazione illustrativa che accompagna la Legge europea 2019–2020 si afferma che la predisposizione del formato *XHTML* e la marcatura del bilancio consolidato sono attività rilevanti nel contesto dell'informativa finanziaria da fornire al

21 In base alla disposizione 33-10320 della SEC, i *foreign private issuers* che redigono il bilancio, ai fini SEC, secondo gli *IFRS* emessi dallo *IASB* e che sono soggetti alle disposizioni della *Rule 405* della *Regulation S-T* ("*XBRL-Related documents: Interactive Data File Submission*"), sono tenuti ad inviare alla *SEC* gli schemi e le note di bilancio, inclusi nei Form 20-F, anche in formato *XBRL* (utilizzando la tassonomia *IFRS* disponibile sul sito della Commissione). Per completezza, si segnala che è prevista a partire dall'esercizio 2021 l'adozione da parte dei *foreign private issuers* dell'*In-line XBRL* (*Rule SEC 33-10514* del 28 giugno 2018) senza che risultino modificati i principi in tema di attestazioni dei dirigenti e verifica dei revisori.

22 Nella medesima Comunicazione, la Commissione afferma che il giudizio di revisione deve esprimersi anche sulla conformità dei bilanci agli obblighi di legge stabiliti nel Regolamento *ESEF*, in quanto anch'essi sono obblighi giuridici imposti a livello dell'UE e/o nazionale per la redazione dei bilanci..g

23 *ESMA*, *Supporting script "Tutorial on the European single electronic format*, 9 settembre 2019 (reperibile al seguente link: <https://www.esma.europa.eu/policyactivities/corporate-disclosure/european-single-electronic-format>).

mercato, le quali si aggiungono all'obbligo di redazione del bilancio. Secondo la relazione, si tratterebbe di attività amministrativo-contabili aggiuntive rispetto a quella di redazione del bilancio, il che potrebbe indurre a ritenere che le attività di *tagging* possano essere delegate dal C.d.A. a singoli componenti, ai sensi dell'art. 2381 c.c.

Tuttavia, come detto, nella suddetta Comunicazione interpretativa del 2020, la Commissione europea afferma che il giudizio di revisione deve esprimersi anche sulla conformità dei bilanci agli obblighi di legge stabiliti nel Regolamento *ESEF*, in quanto anch'essi sono obblighi giuridici imposti a livello dell'UE relativi ad attività che integrano il processo di formazione del bilancio.

In linea con tale interpretazione si colloca l'elaborazione del principio di revisione (SA Italia) n. 700B, riguardante la "*responsabilità del soggetto incaricato della revisione legale con riferimento al bilancio redatto secondo il formato elettronico unico di comunicazione (ESEF – European Single Electronic Format)*"²⁴, applicabile a partire dalle revisioni contabili dei bilanci dei periodi amministrativi che iniziano in data 1° gennaio 2021 o successivamente.

A ciò si ricollega il testo novellato dell'art. 154-ter del TUF, nella parte in cui sancisce il dovere del revisore legale o della società di revisione legale di esprimere nella relazione di revisione un giudizio sulla conformità alle disposizioni del Regolamento *ESEF* del progetto di bilancio d'esercizio e del bilancio consolidato compresi nella relazione finanziaria annuale.

2.7 La possibile evoluzione del sistema: la pubblicazione in formato elaborabile delle informazioni di sostenibilità

Ci si deve, a questo punto, chiedere quali potrebbero essere gli scenari futuri che si prospettano per questo formato di comunicazione elettronica di dati.

Un primo scenario è quello di attrarre in tale formato anche altre tipologie di informazioni strutturate d'impresa destinate al mercato, come sembra prefigurato dalle iniziative di riforma della disciplina europea sulle informazioni non finanziarie, che dovrebbe andare a comporre il futuro *report* di sostenibilità²⁵.

24 Il testo del principio di revisione è consultabile al seguente link: www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/SA-Italia-700B-27.12.21.pdf.

Si veda, in proposito, anche la Determina del Ragioniere generale dello Stato dell'11 febbraio 2022, n. 23255, consultabile al seguente link: www.revisionelegale.mef.gov.it/opencms/export/mef/resources/PDF/Determina-Ragioniere-Generale-dello-Stato-del-11-febbraio-2022.pdf.

25 L'attuale disciplina europea in tema di informazioni non finanziarie è contenuta nella direttiva UE 2014/95 che non contiene alcuna indicazione sul formato dei documenti. La Commissione europea ha adottato una proposta di modifica della direttiva sulle informazioni non finanziarie (Proposta direttiva 2021/0104 (COD) del 21 aprile 2021) la quale prevede che le informazioni contenute nella relazione di sostenibilità devono essere marcate secondo le previsioni del Regolamento ESEF.

Ora, se l'eventuale obbligo di pubblicare le informazioni contabili nel formato *XHTML* si fonda su tassonomie consolidate, discorso del tutto diverso riguarda la marcatura delle informazioni di sostenibilità contenute nel *report* di sostenibilità con le specifiche *Inline XBRL*, il quale ha il fine specifico di rendere le informazioni leggibili attraverso strumenti informatici.

Seguire tale strada sarebbe forviante con riferimento alle informazioni di sostenibilità: non solo le informazioni non finanziarie sono di natura varia e disomogenea (e non esiste, al momento, una tassonomia accettata e consolidata), ma, soprattutto, la loro corretta comprensione impone di cogliere anche i profili qualitativi delle informazioni fornite. Di conseguenza, tali informazioni non sembrano idonee a una lettura attraverso dispositivi automatici, che rischierebbero di fornire una visione superficiale e non contestualizzata dei fenomeni rendicontati.

Qualche considerazione specifica meritano gli obblighi informativi che gravano sulle imprese soggette all'obbligo di pubblicare la dichiarazione non finanziaria, in base al Regolamento (UE) 2020/852 del 18 giugno 2020 (c.d. Regolamento Tassonomia), che definisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile. Secondo l'art. 8 di tale Regolamento, le imprese devono inserire nella loro dichiarazione non finanziaria tre indicatori quantitativi di prestazione costituiti: a) dalla quota di fatturato proveniente da prodotti o servizi associati ad attività economiche ecosostenibili; b) dalla quota di spese in conto capitale relative ad attivi o processi associati ad attività economiche ecosostenibili; c) dalla quota di spese operative relative ad attivi o processi associati ad attività economiche ecosostenibili. Le informazioni, ai sensi dell'art. 2, Regolamento delegato (UE) 2021/2178 del 6 luglio 2021, devono essere rese in forma tabellare con l'inserimento dei vari valori numerici in apposite tabelle: si tratta di una forma di omologazione delle informazioni coerente con un formato elaborabile. Peraltro, i valori sono completati da una serie di informazioni di contesto che consentono di apprezzarne in modo pieno la qualità, cosicché, anche in tal caso, se pure si volessero rendere in forma elaborabile i valori tabellari, è sempre solo una lettura globale delle informazioni a corrispondere in modo pieno alle esigenze informative sottese a tali obblighi.

2.8 L'accessibilità alle informazioni finanziarie attraverso un sistema unitario

Come accennato, la seconda prospettiva attraverso cui analizzare il tema della digitalizzazione delle informazioni contabili è quella della configurazione di un sistema generalizzato di accesso e gestione delle informazioni finanziarie, anche attraverso meccanismi di apprendimento automatico.

L'accessibilità delle informazioni finanziarie attraverso sistemi affidabili e trasparenti, nonché l'applicazione di tali sistemi di gestione a ogni informazione di rilevanza finanziaria delle società quotate sono ritenute, già da tempo, altrettanti fattori chiave nella promozione dell'attività di investimento in Europa e a livello globale.

In particolare, l'accesso unitario diffuso e generalizzato è anche uno strumento essenziale nel quadro dell'integrazione europea nel mercato dei capitali, che ha sempre costituito il fondamento, sin dall'origine, di ogni iniziativa legislativa nazionale in termini di riforme del mercato mobiliare. Si tratterebbe di misure che, volendo tracciare un parallelismo storico, si porrebbero in linea con gli obiettivi dell'art. 211, co. 1, del Trattato di Maastricht (che istituiva nel 1992 la Comunità europea, oggi Unione Europea) nell'enunciato «*relativo al funzionamento e lo sviluppo del mercato comune nella Comunità*»²⁶.

L'esigenza di un *database* unico era sentita già da tempo a livello globale e, già nella fase di prima ideazione, è stata avvertita la sua rilevanza in termini sistemici. Infatti, già nel 2008, in un *Report* della *IOSCO* erano presenti le prime linee programmatiche connesse a una possibile gestione congiunta dei sistemi contabili internazionali²⁷. Un singolare sincronismo – storicamente parlando – vuole che, all'epoca, fossero allo studio azioni per rispondere alla crisi dei mutui *subprime*. Oggi, ci si trova a voler implementare tali sistemi in una situazione analogamente critica (sebbene più grave, per effetto della diffusione pandemica della malattia associata al Coronavirus-2), che impone una viva attenzione sul tema in termini efficientistici, affinché, anche in quest'ambito, si possa agevolare la futura e auspicata ripresa economica post-pandemica.

La già menzionata Direttiva *Transparency* aveva posto in evidenza come la comunicazione di informazioni accurate, complete e tempestive sugli emittenti di valori mobiliari consolidasse non solo la fiducia degli investitori, ma consentisse una valutazione "informata" generalizzata dei risultati economici e degli attivi di tali emittenti. Ciò era teso a rafforzare sia la protezione degli investitori sia l'efficienza del mercato²⁸ e ha finito per porre in evidenza l'esigenza per ogni Stato membro dell'UE di collaborare per creare un unico punto di accesso centralizzato, onde consentire al pubblico di accedere alle informazioni finanziarie delle società quotate.

In particolare, si è disposto che le informazioni regolamentate divulgate dagli emittenti quotati fossero inserite in banche dati nazionali: i cosiddetti meccanismi di nomina ufficiale (*officially appointed mechanisms - OAMs*).

26 Cfr. Commissione UE, *Banking and finance Newsletter*, https://ec.europa.eu/newsroom/fisma/item-detail.cfm?item_id=656332&utm_source=fisma_newsroom&utm_medium=Website&utm_campaign=fisma&utm_content=Capital%20markets%20union&lang=en, nel quale si osserva che sia opinione condivisa in ambito comunitario come la corretta gestione dei dati finanziari sia il "motore" che alimenterà l'economia del 21° secolo. In particolare, le aziende che alimentano i mercati con molte informazioni finanziarie o non finanziarie nonché i fornitori di servizi finanziari stanno già mostrando un enorme appetito per il "consumo" di questo prodotto moderno. Gli investitori, infatti, necessitano di un migliore accesso a tali informazioni in modo semplice e facilmente confrontabile.

27 Cfr. *IOSCO, Recommendations to address Subprime Crisis*, IOSCO/MR/007/ 2008, Parigi, 29 maggio 2008. Le Commissioni tecniche interessate erano: lo *Standing Committee on Multi-national disclosure and accounting*, lo *Standing Committee on Investment management*, lo *Standing Committee on the Regulation of the Secondary market*, lo *Standing Committee on Market intermediaries*, il *Technical Committee*, la *Task force on Credit Rating Agencies*.

28 Cfr. *Considerando* n. 1.

Così facendo, a livello programmatico, si è andato progressivamente delineando un sistema atto a fornire agli investitori in società quotate un flusso regolare di informazioni, affidando, nel contempo, il compito all'*ESMA* di creare un punto di accesso centralizzato per gestire tali informazioni. La Direttiva, inoltre, ha precisato che l'accesso degli investitori alle informazioni sugli emittenti dovesse essere maggiormente organizzato a livello comunitario per promuovere attivamente l'integrazione dei mercati europei dei capitali²⁹, al fine di consentire agli emittenti di usufruire dei vantaggi della libera concorrenza nella scelta dei mezzi di comunicazione o degli operatori per la diffusione delle informazioni a norma della già menzionata Direttiva³⁰.

Nel Regolamento delegato (UE) 2016/1437 (che integra la Direttiva *Transparency* per quanto riguarda gli *RTS* relativi all'accesso alle informazioni previste dalla regolamentazione a livello dell'Unione) si è stabilito, al fine di garantire un accesso rapido su base non discriminatoria alle informazioni previste dalla regolamentazione, onde metterle a disposizione degli utenti finali, l'obbligo in capo all'*ESMA* di predisporre e gestire un sistema di gestione unitario. Il progetto originario consisteva in un impianto strategico, denominato *Electronic Access Point (EEAP)*.

Più specificamente, la sfida dell'informazione generalizzata si era avviata attraverso lo studio di un primigenio sistema di integrazione tra *databases* nazionali, che contemplava l'interoperabilità tra sistemi informativi. A questo primo progetto è seguita, più recentemente, l'individuazione di un sistema di accesso unitario "*single entry point*" (di prossima implementazione, come si dirà appresso).

In particolare, si stabiliva che, per garantire un accesso rapido alle informazioni regolamentate su base non discriminatoria e rendere tali informazioni disponibili agli utenti finali, l'*ESMA* avesse l'obbligo di sviluppare (anche operativamente) l'*EEAP*. L'intento era quello di far sì che con un punto unico europeo di accesso elettronico aumentasse notevolmente la trasparenza paneuropea delle informazioni finanziarie obbligatorie. Più in dettaglio, l'*EEAP* si sarebbe sostanziato in un portale

29 Segnando, così, un deciso passo in avanti rispetto al sistema delineato dal Comitato delle autorità europee di regolamentazione dei valori mobiliari (*CESR*) e dal parere alla Commissione il 30 Giugno 2006, con cui si esprimeva la preferenza per una semplice modalità di rete elettronica che collegasse i meccanismi di archiviazione attraverso un'interfaccia comune che avrebbe contenuto un elenco di tutte le società quotate nella Comunità e reindirizzato l'utente al sito del meccanismo di archiviazione pertinente. I dati rilevanti sarebbero, quindi, archiviati a livello nazionale, senza la necessità di stabilire un'infrastruttura comune che replicasse tutte le informazioni rilevanti contenute a livello nazionale e che incorresse in costi aggiuntivi eccessivi.

30 Ivi, cfr. *Considerando* n. 25, nel quale si precisa che quando intendono accedere a tali informazioni, gli investitori che non sono situati nello Stato membro d'origine dell'emittente dovrebbero godere di una posizione equivalente a quella degli investitori situati nello Stato membro d'origine dell'emittente. Ciò potrebbe realizzarsi se lo Stato membro d'origine garantisse il rispetto di norme minime di qualità per la diffusione rapida e su base non discriminatoria di informazioni in tutta la Comunità, in funzione del tipo di informazioni previste dalla regolamentazione di cui trattasi. Inoltre, le informazioni diffuse dovrebbero essere disponibili nello Stato membro d'origine in modo centralizzato per consentire di creare una rete europea, a prezzi accessibili per gli investitori al dettaglio, evitando nel contempo di imporre agli emittenti un'inutile duplicazione di norme di deposito delle informazioni.

web per la fornitura di un accesso facile e veloce alle informazioni regolamentate, già archiviate dagli *OAMs*³¹.

Esso, nelle intenzioni della Commissione UE, doveva essere concepito come portale accessibile attraverso il sito web dell'*ESMA* (dato il suo ruolo di centralizzazione), superando i meccanismi ufficialmente stabiliti per quanto riguarda lo stoccaggio delle informazioni previste dalla regolamentazione vigente, evitando, così, la duplicazione dello stoccaggio dei dati, al fine anche di ridurre al minimo i rischi per la sicurezza dello scambio dei medesimi.

Allo stesso tempo, il punto di accesso avrebbe dovuto consentire agli utenti finali di accedere alle informazioni previste dalla regolamentazione, attraverso collegamenti ipertestuali al sito web degli *OAMs*, ove tali informazioni erano "stoccate"³².

2.9 L'evoluzione del progetto *EEAP*: verso il *single entry point*

Nell'ambito di tale ordine di intenti era stato avviato un progetto pilota da parte dell'*European Financial Transparency Gateway (EFTG)*. In concreto, esso era stato intrapreso dal *Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union (DG FISMA)* della Commissione UE, la quale intendeva affrontare il problema attraverso la tecnologia *DLT/Blockchain* per facilitare i requisiti *EEAP* stabiliti dal regolamento e fornire vantaggi significativi per tutte le parti interessate influenzate dalla Direttiva *Transparency*. Tale progetto prevedeva: un accesso migliore, più rapido ed economico alle informazioni, con un unico punto di accesso e nessun singolo "punto di errore"; informazioni di alta qualità, strutturate, confrontabili e affidabili, che consentissero una migliore analisi dei dati per guidare le decisioni di investimento transfrontaliere; una migliore integrità e riutilizzabilità dei dati nei mercati dei capitali in Europa; un migliore sfruttamento degli *OAMs* per ridurre i rischi normativi associati al processo di preparazione, pubblicazione e archiviazione dei propri *reports*. Il progetto è stato ultimato nell'ottobre 2019 ed è intitolato "*Governance for a DLT / Blockchain enabled European Electronic Access Point (EEAP) - Final report*"³³.

Nel predetto documento la *DG FISMA* osserva come lo step ancora da percorrere sia uno strumento unitario di gestione del *single entry point* che dia accesso a una più completa gamma di informazioni sulle società europee, sui titoli emessi e sui prodotti finanziari offerti. I dati – secondo la *DG FISMA* – sarebbero, invece, ancora archiviati in *database* nazionali locali, nell'ambito di diverse infrastrutture informati-

31 Ivi, nel *considerando* n. 26 si legge «l'accesso degli investitori all'informativa societaria in tutti gli Stati membri, occorrerebbe lasciare alle autorità nazionali di vigilanza il compito di formulare orientamenti per la creazione di reti elettroniche, in stretta consultazione con le altre parti interessate, in particolare con gli emittenti di valori mobiliari».

32 Cfr. *Considerando* 2 del Regolamento delegato (UE) 2016/1437 della Commissione del 19 maggio 2016 che integra la direttiva 2004/109/CE.

33 Il testo è reperibile al seguente link: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/98da7b74-38db-11ea-ba6e-01aa75ed71a1/language-en/format-PDF/source-113099411>

che. Per collegarsi tra loro, il punto di accesso e i meccanismi ufficialmente stabiliti dovrebbero utilizzare un comune protocollo HTTPS (*Hypertext Transfer Protocol Secure*), ma, allo stato, qualsiasi investitore che desideri confrontare società di diversi stati membri deve accedere a un *OAM* diverso per ciascuna società. Inoltre, si dà atto che gli Stati membri hanno diversi meccanismi nazionali per la memorizzazione delle informazioni sulle aziende, che funzionano in modo leggermente diverso e le informazioni che forniscono variano, pertanto, in termini di portata e qualità.

Nel *working paper* della Commissione europea del giugno 2019, intitolato "*Regulatory framework analysis for potential integration into the European Electronic Access Point (EEAP)*"³⁴ si dà atto che il processo di creazione di EEAP sarà implementato attraverso l'ausilio di tecnologia *DLT* nell'ambito di un progetto pilota denominato *European Financial Transparency Gateway (EFTG)*.

Tale progetto era teso a fornire una maggiore accessibilità alle informazioni pubbliche regolamentate fornite dagli *OAMs* partecipanti e anche una capacità di ricerca tra i dati degli Stati membri. I vantaggi dell'utilizzo della *DLT* potrebbero essere, secondo tale progetto, numerosi. La natura "flessibile" della *DLT* significherebbe che essa potrebbe essere estesa a qualsiasi tipo di informazione finanziaria pubblica³⁵, a beneficio dell'accessibilità, dell'analisi e della comparabilità delle relazioni finanziarie annuali da parte degli utenti. Il gruppo di lavoro *EFTG*, nel verificare se la tecnologia *DLT* potesse fornire una soluzione di implementazione efficace all'*EEAP*, alla fine della prima fase di sperimentazione, propende per la fattibilità di tale implementazione.

Un *EEAP* abilitato alla fruizione di una tecnologia *DLT/Blockchain* consentirebbe – secondo la *DG FISMA* – di condividere più agevolmente i dati finanziari, migliorando, attraverso la rete, la qualità dei dati con ampio accesso unitario, offrendo, così, un risultato finale di maggiore valore rispetto al sistema basato soltanto su *OAMs*.

Si afferma che una buona implementazione dei sistemi *DLT/Blockchain* potrebbe fornire una garanzia di qualità lungo la catena dei rapporti tra gli investimenti, a beneficio della più ampia sostenibilità dell'industria finanziaria.

Il raggruppamento degli *OAMs* in un unico *database* per la divulgazione delle informazioni è stato anche oggetto di uno studio di Assonime, attraverso una consultazione dell'Agosto 2020, inerente ai temi della divulgazione al pubblico delle informazioni in materia non finanziaria. In particolare, si era sollevato, anche in quella sede, il problema di sviluppare un *database* unico che raccogliesse e consentisse la consultazione gratuita delle informazioni *ESG*. In tale ambito, è emerso come, al fine di migliorare l'accessibilità delle informazioni non finanziarie, la creazione di un *database* unico fosse un'idea da accogliere favorevolmente. La configurazione del

34 Il testo è reperibile al seguente link: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/56fba6de-38da-11ea-ba6e-01aa75ed71a1/language-en>.

35 Più ampiamente si veda: <https://eftg.eu/>.

database dovrebbe rispettare alcuni principi, tali da consentire di coniugare le legittime esigenze informative dei destinatari con l'obiettivo di non creare oneri ingiustificati per le imprese³⁶. Lo studio osserva come un'unica e quanto più articolata infrastruttura informativa rappresenti un tassello fondamentale attraverso cui irrobustire la resilienza e la ripresa del tessuto imprenditoriale, favorendo la raccolta di capitali e la connessa ricapitalizzazione delle imprese.

2.10 Lo *European single access point (ESAP)* quale strumento di implementazione della *Capital Markets Union*

Lo sviluppo di uno *European single access point (ESAP)* ha preso concretamente le mosse nell'ambito della "*Targeted consultation on the establishment of a European single access point (ESAP) for financial and non-financial information publicly disclosed by companies*" del 20 gennaio 2021. L'istituzione dell'*ESAP* viene definita come la «*first action of the capital markets union action plan*» e si basa sull'esistente iniziativa *EEAP* e sui risultati del progetto pilota *EFTG*, fungendo da completamento anche di altre iniziative già esistenti, quale, ad esempio, il "*business registers interconnection system - BRIS system*"³⁷.

L'ambito di applicazione e gli obiettivi di quella che sarà una disciplina organica dell'*ESAP* sembrano calibrati sugli studi già avviati in precedenza dall'*EFTG*, che vanno a configurarsi come strumenti ad esso propedeutici.

Il sistema *ESAP* è concepito per consentire una diffusione centralizzata del novero di informazioni che sono già raccolte dagli *OAMs* in base alle previsioni della Direttiva *Transparency* e del Regolamento (UE) n. 596/2014 sugli abusi di mercato, a favore degli investitori, sfruttando la interconnessione degli *OAMs* nazionali esistenti, relativamente alle informazioni già fornite dalle società quotate su mercati regolamentati.

La sua costituzione è volta a rendere disponibili agli investitori informazioni comparabili sulle imprese, facilitando gli investimenti *cross-border*, l'accesso delle

36 ASSONIME - CONSULTAZIONI, *Risposta Assonime alla consultazione europea sulla strategia rinnovata per una finanza sostenibile*, 8/2020, 4. Nel documento si osserva inoltre che: «Come chiarito anche nel documento di consultazione, infatti, la finalità di tale iniziativa deve essere quella di facilitare, attraverso un unico canale a livello europeo, il reperimento di informazioni che pur essendo pubblicate possono essere difficilmente rintracciabili. Tale database inoltre dovrebbe essere realizzato ispirandosi ai principi già adottati a livello europeo in tema di sistema di interconnessione dei registri delle imprese (ex art. 22 della direttiva 2017/1132 e del connesso regolamento di esecuzione 2015/884). Si dovrebbe trattare in sostanza di un'infrastruttura tecnologica che mette in collegamento i vari sistemi di pubblicità delle informazioni che devono essere pubblicate ai sensi della direttiva 2014/95, senza comportare alcuna forma di invio o deposito ulteriore per le imprese rispetto a quelle già previste in base alla direttiva 2014/95».

37 Commissione UE, Directorate General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Targeted consultation document establishment of a european single access point (ESAP) for financial and non-financial information publicly disclosed by companies*, 4, in https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-european-single-access-point_en.

imprese alla finanza di mercato e cercando, al contempo, di creare oneri proporzionati rispetto a tali benefici.

Il sistema *ESAP* consiste, in ultima analisi, in un'importante iniziativa volta a garantire che gli investitori possano disporre di quante più informazioni rilevanti possibili³⁸.

Il più ampio progetto della *Capital Markets Union* – destinato per sua naturale conformazione a confrontarsi con molteplici fattori, tra cui soprattutto l'efficienza e la qualità della regolamentazione finanziaria – intende, d'altro canto, giungere alla creazione, ove possibile, di un Testo unico sui servizi finanziari, applicato in modo effettivo e coerente, al fine di contribuire ad attirare investimenti provenienti da tutto il mondo e a rafforzare la competitività dell'UE. La definizione di un Testo unico, sia a livello normativo sia di protocolli informatici, rappresenterebbe un obiettivo di fondamentale importanza per la costituzione di una disciplina dei mercati dei capitali ispirata alla massima armonizzazione, al fine di consentire «alle imprese di competere a livello transfrontaliero in condizioni di parità»³⁹.

In particolare, è nelle raccomandazioni contenute nel *Final Report* dell'*High-Level Forum* (HLF) sulla *Capital Markets Union*, pubblicato in data 10 giugno 2020, che si affronta la graduale istituzione da parte dell'*ESMA* di una piattaforma di accesso digitale a livello dell'UE, relativa alle informazioni (finanziarie e non finanziarie) rese pubbliche dalle società, liberamente accessibile⁴⁰. Viene specificato che la finalità è quella di pubblicare un ampio set di informazioni, attualmente richieste dalle specifiche normative di riferimento in materia (*Transparency, Take-over Bid Directive, Market abuse, Short selling, UCITS/AIFMD, Non-financial information, etc.*).

Si può senz'altro ritenere che la creazione non solo di un *database* unico, ma di unico punto di accesso sincronico, da un lato, consentirebbe agli investitori di reperire simultaneamente le informazioni necessarie per prendere decisioni di investimento consapevoli, riducendo le asimmetrie informative e favorendo l'efficienza informativa e allocativa dei mercati europei; dall'altro lato, renderebbe accessibile in modo agevole e sostanzialmente senza costi a tutti gli operatori di mercato le informazioni pubbliche rilevanti, al fine di consentire un'adeguata valutazione delle opportunità di investimento.

Nel dicembre 2020 il Consiglio dell'UE ha approvato le conclusioni sul nuovo piano di azione per la *CMU* della Commissione UE, pubblicato il 24 settembre 2020,

38 Osserva la Commissione UE: «nonostante i progressi compiuti, oggi i mercati dei capitali rimangono ancora segmentati e sono in genere organizzati su base nazionale. Dopo una fase di approfondimento, il livello di integrazione dei mercati finanziari in tutta l'UE è diminuito in seguito alla crisi, con il ripiegamento delle banche e degli investitori sui mercati di origine».

39 Cfr. Siclari, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, I, 2016, 482.

40 European Commission, *Final Report on the High-Level Forum on the Capital Markets Union*, https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/business_economy_euro/growth_and_investment/documents/200610-cmu-high-level-forum-final-report_en.pdf.

nelle quali, in particolare, viene rimarcata l'istituzione dell'*ESAP* come una delle azioni prioritarie.

Nel gennaio 2021 la Commissione UE ha, inoltre, posto in consultazione un documento inerente il *first stage* dell'istituzione dell'*ESAP*⁴¹. La fase di chiusura della prima consultazione è avvenuta il successivo 12 marzo. Nella prima sezione della consultazione, la Commissione UE ha raccolto le opinioni delle parti interessate su alcune questioni generali relative alle caratteristiche salienti dell'*ESAP*. Il questionario è stato utile per stabilire quali aspetti dovrebbero essere considerati, nell'immediato, durante lo sviluppo dell'*ESAP* e quali potrebbero essere implementati in una fase successiva. Particolare enfasi nel questionario è stata data all'accessibilità dei dati a vantaggio degli utenti, con uno sguardo sia alla completezza delle informazioni finanziarie sia alla loro comparabilità.

Il progetto *ESAP*, secondo quanto si legge nella nota di commento al questionario sottoposto alla consultazione, sembra porre particolare enfasi alla qualità dei dati (accuratezza e completezza, affidabilità e tempestività). Secondo l'*ESMA*, «*it is in fact key that users can rely on the highest possible data quality, that information is reliable in terms of content and in terms of its source (i.e., that the source of the information is known and that the platform ensures that information is securely stored and cannot be corrupted) and that information is made available as soon as possible, especially with regards to price-sensitive information*»⁴².

Per come emerge nel *Summary report*⁴³, la consultazione ha visto una partecipazione di un totale di 154 aderenti, principalmente imprese (63%). Significativa è stata anche la partecipazione delle *ONG* (11%). Gli intervistati provenivano da molti paesi, e principalmente da Belgio (24%), Germania (18%), Francia (12%), Paesi Bassi (9%) e Italia (8%). Hanno partecipato anche autorità pubbliche e *stakeholders*. Gli intervistati hanno messo in primo piano i rapporti sulla sostenibilità e i dati *ESG*, nonché i rapporti finanziari, le informazioni privilegiate, le remunerazioni e altri rapporti in relazione ai diritti degli azionisti, prospetti, rapporti di revisione.

Gli intervistati hanno prioritariamente raccomandato di fornire in formati strutturati in modo da diventare *machine-readable* le seguenti informazioni: i bilanci (86%), le relazioni finanziarie semestrali delle società quotate (78%), le informazioni relative alla sostenibilità (73%), la relazione sulla gestione (68%) e la relazione di *audit* (58%).

Un portale *web* unico è stato il mezzo di accesso più supportato (81%), ma vi è anche un ampio supporto per l'utilizzo di *Application Programming Interfaces*

41 Cfr. il documento reperibile presso l'indirizzo elettronico: https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-european-single-access-point_en.

42 *ESMA, response to the EC targeted consultation on the ESAP*, in www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-60-709_esmas_response_to_ec_targeted_consultation_on_esap.pdf

43 https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-european-single-access-point-summary-of-responses_en.pdf.

(APIs) (79%). Con riferimento alla dimensione linguistica, gli intervistati si sono divisi tra coloro che intendono adottare la lingua comunemente utilizzata nell'ambito della finanza internazionale (49,7%) o un approccio multilinguistico (43,4%).

Il 25 novembre 2021, la Commissione UE, all'esito delle consultazioni svolte, ha, infine, presentato una proposta di Regolamento per la creazione dell'*ESAP*, destinato a essere ospitato dall'*ESMA* e finalizzato a consentire l'accesso da una piattaforma unica a una serie di informazioni finanziarie e non finanziarie pubblicate dalle imprese. Congiuntamente alla proposta di Regolamento, la Commissione UE ha presentato una proposta di Direttiva *omnibus* e una proposta di Regolamento *omnibus*, tese, rispettivamente, a modificare una serie di Direttive e di Regolamenti collegati al sistema *ESAP*, nell'ambito delle iniziative concernenti l'implementazione della *Capital Markets Union*⁴⁴. In tale occasione, la Commissione UE ha inteso conferire particolare risalto a tale misura, qualificandola come *flagship action*.

In particolare, la proposta di Regolamento dà conferma di come tale piattaforma unica debba consentire di accedere alle informazioni già pubblicate, in conformità della legislazione europea vigente, nonché a quelle richieste da future Direttive e Regolamenti europei che prevedano un'accessibilità diretta tramite *ESAP* (art.1, § 1. lett. a). Si prevede, inoltre, la possibilità di rendere globalmente accessibili da parte delle imprese informazioni che siano rilevanti per gli investitori, anche su base volontaria, ivi incluse quelle sulla sostenibilità delle loro attività economiche (art. 1, § 1, lett. b)⁴⁵.

La proposta affiderebbe ai *collection bodies*, quali soggetti deputati a ricevere le informazioni dalle imprese in base alla legislazione vigente (ad es., *officially appointed mechanisms* o autorità nazionali competenti), il compito di trasmettere le informazioni funzionali al punto di accesso unitario (art. 2.2; art. 5).

Il sistema, per come congegnato, si fonderebbe su alcune funzionalità di base, tra cui si segnala un portale *web* con un'interfaccia di facile utilizzo in tutte le lingue ufficiali dell'UE, con connessa funzione di ricerca e un servizio di traduzione automatica per le informazioni recuperate (art. 7). Quanto ai costi, si prevede, in linea generale, la gratuità alle informazioni disponibili sull'*ESAP*, lasciando aperta l'opzione di poter imporre un tariffario per servizi che comportino la ricerca di una grande quantità di informazioni o secondo altri specifici servizi (art. 8).

Sembra che, allo stato, sul tema vi sia un approccio graduale, vista anche la sua delicatezza. La proposta di Regolamento prevede, infatti, l'istituzione dell'*ESAP* entro il 2024 e il suo funzionamento a regime entro il 2026, secondo un programma

44 https://ec.europa.eu/info/publications/211125-capital-markets-union-package_en.

45 L'allegato alla proposta elenca i Regolamenti e le Direttive coperti dall'*ESAP*; tra questi, si segnalano, in particolare: la direttiva 2004/25/CE sulle offerte pubbliche d'acquisto; la direttiva 2004/109/CE sulla *transparency*; la direttiva 2006/43/CE in materia di *audit*; la direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti di società quotate; la direttiva 2013/34/UE in materia di *accounting*; il regolamento (UE) 596/2014 in materia di *market abuse*; il regolamento (UE) 2017/1129 sul prospetto; il regolamento (UE) 2020/852 sulla tassonomia. I regolamenti e le direttive indicati nell'allegato sono oggetto di modifica da parte delle proposte di direttiva e regolamento *omnibus*.

di costruzione a tappe. Tale gradualità è stata, del resto, espressamente raccomandata dallo stesso *HLF* sulla *CMU*.

In conclusione, sembra che la sfida per il prossimo futuro sia quella di poter giungere al miglior utilizzo di dati ben strutturati, di *framework* comuni e/o formati interoperabili, nonché all'uso di "identificatori" che, seppur diversi, potrebbero diventare il fulcro di un'attuazione armonizzata.

3 L'utilizzo delle ICT nel procedimento assembleare delle società quotate

V. Allotti – P. Spatola (*)

3.1 L'informativa pre- e post-assembleare: il ruolo del sito internet

Sono state e sono tuttora molteplici le spinte europee alla digitalizzazione delle informazioni pubblicate dalle società e, più in generale, del diritto societario. Basti pensare, in primo luogo, alla Direttiva *Transparency*, con la quale sono stati imposti obblighi di diffusione, stoccaggio e deposito delle informazioni regolamentate delle società quotate sui mercati regolamentati; alla prima Direttiva 2007/36/CE sui diritti degli azionisti di società quotate (*SHRD*), con la quale, oltre a rafforzare l'informativa per l'esercizio dei diritti collegati alle azioni delle società che abbiano azioni quotate nei mercati regolamentati, privilegiando l'utilizzo del sito *web* della società, è stato stabilito che gli Stati membri dovessero consentire alle società di prevedere lo svolgimento dell'assemblea con mezzi elettronici; al cosiddetto *Company Law Package*, con il quale è stata pubblicata la Direttiva (UE) 2019/1151 (recentemente recepita nel nostro Paese con il D. lgs. n. 183/2021), recante modifica della Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, che ha introdotto per la prima volta a carico degli Stati membri l'obbligo di prevedere la possibilità di costituire società di capitali interamente *online* e, inoltre, ha potenziato l'interconnessione e lo scambio di informazioni tra i registri delle imprese⁴⁶, mettendoli in comunicazione tra loro in modo più diretto.

Il recepimento della Direttiva *Transparency* ad opera del D. lgs. n. 195/2007 è stato l'occasione per un primo passo verso la digitalizzazione delle informazioni pubblicate dalla società quotate.

Il processo di digitalizzazione ha riguardato le cosiddette "informazioni regolamentate"⁴⁷. La digitalizzazione delle informazioni si è, così, realizzata attraverso l'obbligo di diffondere le informazioni regolamentate mediante sistemi di diffusione – accessibili al pubblico – autorizzati negli Stati membri, stoccandole presso il meccanismo di stoccaggio autorizzato e depositandole presso l'Autorità competente, nonché la previsione di un punto di accesso unico europeo di interconnessione dei meccanismi di stoccaggio autorizzati.

(*) Valentina Allotti – Assonime, Area del Mercato dei capitali e società quotate;
Paola Spatola – Assonime, Area del Mercato dei capitali e società quotate.

⁴⁶ Interconnessione già prevista dalla direttiva 2012/17/EU del 13 giugno 2012.

⁴⁷ Definite dalla Direttiva *Transparency*, come le informazioni che l'emittente, o qualsiasi altra persona che abbia chiesto l'ammissione di valori mobiliari alla negoziazione in un mercato regolamentato senza il consenso dell'emittente, è tenuto a comunicare a norma della stessa direttiva *Transparency*, dell'art. 6 della direttiva 2003/6/CE relativa all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato o delle disposizioni legislative, regolamentari o amministrative di uno Stato membro adottate ai sensi dell'art. 3, paragrafo 1, della direttiva *Transparency*.

La stessa Direttiva *Transparency*, come modificata nel 2013 e sempre nell'ottica della digitalizzazione, ha previsto – come visto al capitolo precedente – l'obbligo per le società quotate di redigere le informazioni finanziarie annuali in uno specifico *format* elettronico (*ESEF*).

Un secondo passo verso la digitalizzazione si è avuto con la *SHRD*, che, nell'ottica di sfruttare «*le moderne tecnologie*»⁴⁸, da un lato, ha previsto di utilizzare «*mezzi di comunicazione che possono ragionevolmente garantire un'effettiva diffusione delle informazioni al pubblico in tutta la Comunità*» (il *wording* è il medesimo utilizzato dalla Direttiva *Transparency*) e, in questo senso, oltre alle modalità per la diffusione previste dalla Direttiva *Transparency*, il sito *web* della società è il mezzo privilegiato per la pubblicazione dell'informativa assembleare⁴⁹. Dall'altro lato, la *SHRD* ha previsto che per facilitare la partecipazione degli azionisti anche in una dimensione *cross-border* gli Stati membri dovessero consentire alle società di offrire ai loro azionisti qualsiasi forma di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici.

Il recepimento della *SHRD* è avvenuto con il D. lgs. n. 27/2010⁵⁰, che ha innovato profondamente la disciplina dell'assemblea delle società con azioni quotate nei mercati regolamentati, ha modificato la disciplina dell'avviso di convocazione, ha introdotto la facoltà di convocazione unica dell'assemblea, ha codificato il diritto di porre domande, ha rivisto le disposizioni sull'integrazione dell'ordine del giorno e sulla pubblicazione delle relazioni degli amministratori, ha introdotto la *record date* per la partecipazione e il voto in assemblea, ha riscritto le regole in tema di partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione e voto per corrispondenza, ha introdotto il diritto di identificazione degli azionisti rimesso a una previsione statutaria e, infine, ha innovato l'informativa post-assembleare, richiedendo la pubblicazione del rendiconto sintetico di votazioni e del verbale⁵¹.

Con il recepimento della *SHRD* nel nostro ordinamento è stato, dunque, profondamente rivisto il procedimento per la convocazione dell'assemblea ed è stata digitalizzata l'informativa pre- e post-assembleare.

48 Cfr. *considerando* n. 6.

49 Cfr. *considerando* n. 6 che così recita: «*La presente direttiva presuppone che tutte le società quotate abbiano già un sito Internet*». In sede di recepimento della Direttiva *Transparency* il Regolamento Emittenti CONSOB aveva previsto che gli emittenti valori mobiliari predisponessero, ove non già disponibile, un sito internet per la pubblicazione delle informazioni regolamentate (art. 65-*bis*, comma 3). Come opportunamente fatto rilevare da Guidotti, *Commento all'art. 125-quater*, in *NLCC*, 3/2011, benché l'art. 5, par. 2 della *SHRD* non menzioni espressamente il sito internet, non è condivisibile l'opinione di chi sostiene che la direttiva non imponga l'utilizzo del sito internet; basti pensare che all'art. 5, par. 4 la *SHRD* stabilisce l'obbligo di pubblicare sul sito internet nei giorni precedenti l'assemblea (almeno 21) una serie di informazioni. Parimenti l'art. 14 della *SHRD* stabilisce l'obbligo di pubblicare, sempre sul sito internet, i risultati delle votazioni.

50 Per un commento si vedano, *ex multis*, Aa.Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di Guerrieri, *NLCC* n. 3/2011; Abriani, *Il pungolo gentile dell'assemblea mite tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1/2011; la circolare Assonime 14/2011, *La nuova disciplina del funzionamento dell'assemblea delle società quotate*; Montalenti, *La Direttiva Azionisti e l'informativa preassembleare*, in *Giur. Comm.* 5/2011, 685 e ss.

51 La previsione di pubblicare il verbale assembleare era già richiesta dal Regolamento Emittenti all'art. 82.

L'avviso di convocazione dell'assemblea, oltre a essere pubblicato con le modalità previste dal Regolamento Emittenti CONSOB in attuazione della Direttiva *Transparency* (diffusione, stoccaggio e deposito⁵²) è pubblicato sul sito *web* della società (art. 125-*bis* TUF), il cui indirizzo dev'essere indicato nell'avviso stesso. Come chiarito nella relazione illustrativa al decreto, i termini previsti per la convocazione dell'assemblea decorrono, tuttavia, dalla pubblicazione sul sito (e non dalla pubblicazione sul quotidiano⁵³); ciò agevola gli emittenti, che sempre più pubblicano un estratto sul quotidiano, rinviando al testo di avviso di convocazione integrale sul sito *web*, con ciò consentendo un risparmio dei costi e dei tempi.

La pubblicazione sul sito *web* riguarda anche le relazioni degli amministratori sui punti all'ordine del giorno. Anche in questo caso, le relazioni sono pubblicate con le modalità previste dal Regolamento Emittenti (diffusione, stoccaggio e deposito) e messe a disposizione del pubblico presso la sede sociale (art. 125-*ter* TUF)⁵⁴. Sempre sul sito *web* le società devono pubblicare i documenti che saranno sottoposti all'assemblea, i moduli utilizzabili per il voto per delega⁵⁵ e per corrispondenza (quest'ultimo se previsto dallo statuto) e, in caso non possano essere resi disponibili sul sito per motivi tecnici, sono indicate le modalità per ottenerli in forma cartacea; infine, le informazioni sull'ammontare del capitale sociale con l'indicazione del numero e delle categorie di azioni (art. 125-*quater* TUF).

Il sito *web* diventa il mezzo privilegiato anche per la pubblicazione di eventuali integrazioni all'ordine del giorno o la presentazione di proposte di delibera da parte dei legittimati (art. 126-*bis* TUF), per la pubblicazione delle risposte alle domande pervenute alla società entro la *record date* (art. 127-*ter* TUF) e per la pubblicazione del resoconto post-assembleare e del verbale assembleare (art. 125-*quater*, comma 2, TUF)⁵⁶.

52 Cfr. art. 84, comma 2 Regolamento Emittenti; l'art. 84, comma 3 prevede inoltre che l'informativa agli azionisti possa essere inviata dagli emittenti, previa delibera assembleare, anche tramite mezzi elettronici e anche per il tramite degli intermediari; questa disposizione è stata introdotta nel Regolamento Emittenti in sede di attuazione della direttiva *Transparency*. Come opportunamente sottolineato, la norma presuppone che l'emittente sia in grado di identificare i propri soci con periodicità sufficiente a garantire che gli azionisti siano informati in tempo utile per esercitare i propri diritti. Così Gargantini, *Identificazione dell'azionista e legittimazione*, Torino, 2012, 145 e ss.

53 Sul fatto che le previsioni nazionali di pubblicazione dell'avviso di convocazione su quotidiano non siano una modalità efficiente, si veda anche ICGN, *Viewpoint, Removing obstacles to cross border voting*, July 2014.

54 La stessa cosa dicasi per le relazioni finanziarie periodiche e per le copie dell'ultimo bilancio delle società controllate (cfr. art. 154-*ter* TUF, art. 77 e art. 81 Regolamento Emittenti). Nello stesso senso cfr. l'art. 2429 c.c.

55 Con il recepimento della *SHRD* il legislatore ha anche previsto, in tema di rappresentanza all'assemblea, che il rappresentante possa consegnare o trasmettere una copia della delega anche su supporto informatico, che la stessa delega possa essere conferita con documento informatico sottoscritto in forma elettronica secondo le previsioni del Codice sull'amministrazione digitale e che le società devono indicare nello statuto almeno una modalità di notifica elettronica della delega (art. 135-*novies* TUF); ancora una volta, con il recepimento della *SHRD* si è inteso, quindi, assicurare una maggiore efficienza nell'esercizio del diritto di voto, soprattutto in un'ottica *cross-border*, prevedendo l'utilizzo di modalità informatiche.

56 Gli obblighi di pubblicazione sul sito, tra l'altro, sono stati ritenuti preminenti rispetto al diritto alla *privacy* vantato da un amministratore in relazione alla pubblicazione sul sito della società quotata dei propri dati (nelle relazioni previste in vista della convocazione di un'assemblea per esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori e dei sindaci, cfr. Tribunale di Torino, sez. IV, 12 giugno 2017).

I canali di informazione digitali si aggiungono al generale diritto dei soci di prendere visione dei libri sociali previsti all'art. 2422 c.c., di prendere visione del bilancio e delle relazioni degli amministratori e dei sindaci e del revisore ex art. 2429 c.c. e di prendere visione degli atti depositati per le assemblee già convocate ed estrarre copia, previsto per le società quotate all'art. 130 TUF. Tuttavia, la funzione di quest'ultima disposizione, che garantisce l'informativa ai soli soci, appare ridimensionata proprio dalle disposizioni successivamente introdotte in sede di recepimento della *SHRD*, che stabiliscono obblighi di pubblicazione della documentazione anche sul sito *web* della società e che, dunque, consentono facilmente a soci e non di prenderne visione,⁵⁷ nonché da tutti gli obblighi informativi previsti a carico delle società quotate successivamente all'entrata in vigore del TUF⁵⁸.

La pubblicazione sul sito *web* della documentazione pre-assembleare era imposta dalla *SHRD* solo a favore degli azionisti (art. 5, par. 4), mentre la scelta del legislatore italiano è stata quella di renderla fruibile a tutti⁵⁹, a differenza di altri paesi, come in Francia e Germania, dove, oltre alla pubblicazione sul sito, sono stati creati *forum* elettronici per facilitare il contatto tra gli azionisti e associazioni di azionisti e fruibili solo da questi⁶⁰. La scelta legislativa è stata, dunque, quella di puntare verso una disciplina del mercato, anziché del diritto societario in senso stretto, e quindi l'assemblea, da luogo di confronto e formazione di decisioni, è divenuta piuttosto un luogo di informazioni⁶¹.

La pubblicazione sul sito è fondamentale, in quanto consente un accesso ampio alla documentazione societaria⁶² anche da parte di investitori non residenti e *proxy advisors*. Ciò è coerente con il crescente fenomeno della dimensione sovranazionale delle compagini societarie e della sempre maggiore partecipazione degli investitori istituzionali, soprattutto esteri, al capitale delle società, europee e italiane, come illustrato dalla CONSOB nei *Report* annuali sulla *corporate governance*.

Sempre sul sito *web* e in vista dell'assemblea le società devono pubblicare i documenti informativi relativi ai piani di compenso basati su strumenti finanziari (art.

57 Cfr. Silveti e Nunziante, *Commento* all'art. 130 Tuf, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini - Gasparri, 2012. La norma appare volta a tutelare un diritto della minoranza strettamente funzionale all'esercizio del voto in assemblea; così Giletta, *I limiti al diritto di informazione del socio nelle società quotate*, *Soc.*, 7/2001, 783.

58 Come osservato in dottrina, prima del recepimento della *SHRD* la disposizione contenuta all'art. 130 TUF era l'unica relativa ai diritti di informazione delle minoranze: cfr. Guidotti, *Le società con azioni quotate, Alcune regole di funzionamento*, Milano, 2021, 49.

59 Si veda il primo documento di consultazione del MEF del 19 giugno 2008.

60 Cfr. Abriani, *Il pungolo gentile*, cit.

61 Così Abriani, *Il pungolo gentile*, cit. Nello stesso senso cfr. Pederzini, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. Comm.*, 2006, 98; Borsano, *I diritti di informazione (pre) assembleare dei soci nelle s.p.a. quotate, alla luce delle recenti evoluzioni*, in *NDS*, 19/2014, 88.

62 Generalmente, i documenti pubblicati dalle società sono navigabili, anche se, in taluni casi, è stato riscontrato, con riferimento al verbale di assemblea, che il formato utilizzato non consentisse di effettuare ricerche all'interno dello stesso.

114-*bis* TUF), la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari (art. 123-*bis* TUF⁶³) e la relazione sulla remunerazione e sui compensi corrisposti (art. 123-*ter* TUF).

Quest'accresciuta trasparenza informativa evidenzia come il momento informativo pre-assembleare sia divenuto centrale. Sia con la riforma del diritto societario in Italia, sia con la *SHRD* in Europa, si è rafforzata l'idea che, stante il crescente fenomeno dell'internazionalizzazione delle imprese, l'utilizzo della tecnologia dovesse essere incrementato per facilitare la partecipazione dei soci alla vita della società, rendendola meno onerosa⁶⁴ e per raggiungere tale obiettivo l'informativa pre-assembleare era uno dei mezzi per rivitalizzare l'organo assembleare⁶⁵.

Con il D. lgs. n. 27/2010 e con il successivo D. lgs. n. 91/2012 è stato disegnato uno statuto delle società quotate che mette al centro il rafforzamento dell'informativa pre- e post-assembleare, mediante una pubblicazione sul sito *web* che rende fruibile tale informativa a una platea più estesa di quella degli azionisti e su un piano rigorosamente paritario⁶⁶.

La Direttiva UE 2017/828 sui diritti degli azionisti (*Shareholder Rights Directive 2 - SHRD II*), che ha modificato la *SHRD*, ha ulteriormente rafforzato i diritti degli azionisti, prevedendo l'obbligo di trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti, alla luce delle difficoltà collegate alla detenzione di azioni tramite lunghe catene di intermediazione.

Un'ulteriore spinta all'utilizzo dei mezzi elettronici si è avuta a seguito della pandemia da COVID-19, come verrà illustrato nei paragrafi che seguono.

63 Le informazioni sono contenute o nella relazione sulla gestione, o in una relazione distinta o la relazione sulla gestione indica il sito internet dell'emittente dove sono pubblicate.

64 Il *Considerando* 5 della *SHRD* così recita: «Gli azionisti non residenti dovrebbero essere in grado di esercitare i loro diritti in relazione all'assemblea con la stessa facilità degli azionisti che risiedono nello Stato membro nel quale la società ha la sede legale. Questo comporta la necessità di eliminare gli ostacoli che impediscono attualmente agli azionisti non residenti di avere accesso alle informazioni rilevanti per l'assemblea e di esercitare i diritti di voto senza intervenire fisicamente all'assemblea. L'eliminazione di tali ostacoli dovrebbe andare anche a vantaggio degli azionisti residenti che non intervengono, o non possono intervenire, all'assemblea». Cfr. Turelli, *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, in *RDS*, 2004, 1, 116 ss. L'A. descrive il modello tedesco dell'on-line *Hauptversammlung*, che si caratterizzava per il fatto che pur svolgendosi l'assemblea in forma tradizionale (ossia in un determinato luogo e con la presenza fisica dei soci) alcuni vi partecipano virtualmente mediante l'ausilio di mezzi telematici, e il modello del *virtuelle Hauptversammlung*, ove tutti i soci partecipano esclusivamente per via telematica; tuttavia l'A. fa presente come tali modelli avessero, all'epoca, incontrato l'ostacolo giuridico rappresentato dal principio dell'esercizio "in assemblea" dei diritti sociali, nel senso che i diritti potevano essere esercitati solo fisicamente in assemblea. Attualmente, invece, il Codice di commercio tedesco consente alle società di prevedere statutariamente che l'assemblea si tenga con modalità elettroniche (sezione 118 dell'*Aktiengesetz*). Per far fronte ai problemi dovuti alla COVID-19 anche la Germania, come molti altri ordinamenti, ha consentito tuttavia l'utilizzo della modalità esclusivamente elettronica per la tenuta delle assemblee, prorogandola fino a fine 2021, anche in assenza di una previsione statutaria.

65 Sul fatto che il rafforzamento della disciplina pre-assembleare fosse uno dei cardini per rinviare l'organo assembleare, si veda Pederzini, *Intervento del socio*, cit., 98. L'A. rappresenta, tuttavia, il rischio di una "cacofonia digitale", cioè il rischio che l'abbondanza di informazioni, facilmente accessibile su internet, generi il rischio di disinformazione, perché la facile accessibilità non elimina i costi di decodificazione, comprensione e interpretazione dell'informazione.

66 Cfr. sul punto Abriani, *Il pungolo gentile*, cit.

3.2 Flussi di informazioni relativi alle *corporate actions* degli emittenti

L'informativa pre-assembleare – pubblicata sul sito *web* dall'emittente e attraverso i meccanismi di diffusione e stoccaggio descritti nel paragrafo precedente – non è, tuttavia, sufficiente ad assicurare che essa pervenga agli azionisti, residenti e non, e che consenta loro di esercitare i propri diritti. Ciò in quanto l'esercizio dei diritti collegati alla detenzione di azioni quotate è, nel nostro ordinamento, anche se in misura minore rispetto ad altri, necessariamente intermediato: postula, quindi, la trasmissione iniziale di informazioni relative alle *corporate actions* da parte dell'emittente al depositario centrale, che le veicola agli intermediari partecipanti, i quali, a loro volta, li veicolano agli altri intermediari lungo la catena, via via fino a raggiungere gli azionisti⁶⁷.

Secondo quanto previsto dal TUF, infatti, i valori mobiliari quotati in una sede di negoziazione italiana o di altro Paese dell'UE sono soggetti obbligatoriamente alla gestione accentrata in regime di dematerializzazione. Da un lato, l'emissione azionaria avviene mediante annotazione in un conto tenuto dal depositario centrale, mentre, dall'altro lato, il depositario centrale stesso "accende", su richiesta degli intermediari, conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari disposti tramite gli intermediari medesimi, i quali, a loro volta, registrano, per ogni titolare di conto, gli strumenti finanziari di propria pertinenza e i relativi trasferimenti in conti separati. Una volta effettuata la registrazione, il titolare del conto ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti e la relativa legittimazione è attestata da comunicazioni o certificazioni rilasciate dagli intermediari e inviate agli emittenti⁶⁸.

L'esercizio di tali diritti può essere complicato e costoso per le criticità legate alla presenza di sistemi differenti in una dimensione *cross-border*. Infatti, i noti *Giovannini reports* del 2001⁶⁹ e del 2003⁷⁰, indicando le barriere alla costruzione di un mercato finanziario europeo efficiente e integrato, hanno, in particolare, posto al n. 3 quella relativa all'esercizio delle *corporate actions* dovuta all'esistenza di regole e pratiche differenti negli Stati membri.

A fronte di ciò lo *European Commission's Legal Certainty Group (LCG)*, che aveva ricevuto mandato dalla Commissione UE di individuare le soluzioni per sman-

67 Per una panoramica su come funzionano le catene di intermediazione si veda CONSOB, *L'industria dei servizi di regolamentazione delle operazioni in titoli*, in *Quaderni di Finanza*, n. 58/2005, a cura di Linciano, Siciliano, Trovatore, 10; Gargantini, *Identificazione dell'azionista*, cit.

Un interessante studio di Oxera illustra le criticità e i rischi derivanti da un inefficiente funzionamento delle *corporate actions*; si veda Oxera, *Corporate actions processing: what are the risks?* maggio 2014.

68 Cfr. art. 83-bis TUF e ss.

69 *Report: Cross-border clearing and settlement arrangements in the European Union - Giovannini Group - November 2001*.

70 *Report: EU clearing and settlement arrangements - Giovannini Group - April 2003*.

tellare tale barriera⁷¹, ha pubblicato alcune raccomandazioni affinché venisse agevolata la trasmissione delle informazioni per l'esercizio dei diritti collegati alle azioni lungo la catena e ne venisse facilitato l'esercizio stesso, anche considerata l'esistenza di differenti modelli di detenzione delle azioni.

Alla luce dei *Giovannini reports*, erano, poi, stati costituiti gruppi di lavoro per predisporre standard per l'esercizio delle *corporate actions*⁷² e per la partecipazione all'assemblea. Standard simili erano già operativi nel nostro ordinamento grazie ai lavori interassociativi dei rappresentanti di emittenti, intermediari e depositario centrale⁷³.

Con la *SHRD II* e con il Regolamento di esecuzione UE n. 2018/1212 il legislatore europeo, consapevole del fatto che la detenzione di azioni tramite catene anche molte lunghe di intermediazione può rendere difficile l'esercizio dei diritti, soprattutto in una dimensione *cross-border*, ha rafforzato ulteriormente gli obblighi di trasmissione delle informazioni da emittenti a intermediari e da intermediari ad azionisti e gli obblighi di agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti. La *SHRD II*, inoltre, ha previsto il diritto per le società di conoscere i propri azionisti, al fine di consentire l'esercizio coordinato dei diritti⁷⁴.

In particolare, l'art. 3-ter, § 1, della *SHRD II* prevede l'obbligo per gli intermediari di trasmettere senza ritardo agli azionisti: le informazioni che la società mette a disposizione per consentire l'esercizio dei diritti (lett. a); in alternativa, se le informazioni sono sul sito *web* della società, una comunicazione che indichi la sezione del sito in cui tali informazioni sono reperibili (lett. b).

L'art. 3-quater della *SHRD II* stabilisce un obbligo generale in capo agli intermediari: di agevolare «l'esercizio dei diritti da parte dell'azionista, ivi compreso il diritto di partecipare e votare nelle assemblee generali», da adempiere adottando le misure necessarie; di consentire l'esercizio diretto di tali diritti da parte degli stessi azionisti ovvero di dare esecuzione alle istruzioni da questi ultimi ricevute; di garantire la ricezione di una conferma dell'esercizio del voto elettronico e, quantomeno se i soci ne facciano richiesta, una conferma della registrazione e del conteggio del voto dell'azionista.

Il Regolamento di esecuzione, inoltre, con l'intento di agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti, è andato nella direzione di una maggiore digitalizzazione, stabilendo l'obbligo di utilizzo di formati *machine-readable* e standardizzati, utilizzabili da tutti gli operatori (emittenti e intermediari), che consentano un trattamento interamente automatizzato.

71 Si veda in particolare, *Second Advice of the Legal Certainty Group Solutions to Legal Barriers related to Post-Trading within the EU*, August 2008.

72 Si vedano i *JWGGM standard* e i *JWGCA standard*.

73 Si veda la circolare Assonime 32/2011, *Le modalità di comunicazione per l'intervento in assemblea ex art. 83-sexies Tuf: le nuove linee guida Abi, Assonime e Assosim*.

74 Cfr. artt. 3-bis, ter e quater della *SHRD II*.

Il Regolamento ha definito il contenuto standard, tra gli altri, dell'avviso di convocazione dell'assemblea, della conferma di legittimazione, dell'avviso di partecipazione, della conferma di ricezione dei voti elettronici e della registrazione e di conteggio dei voti su richiesta dell'azionista.

L'intervento sul TUF ad opera del D. lgs. n. 49/2019 di recepimento della *SHRD II* è stato minimale, per quanto concerne la disciplina sull'esercizio dei diritti e gli obblighi di trasmissione delle azioni, in quanto l'ordinamento italiano era già ampiamente allineato alla Direttiva.

In particolare, è stato previsto che: la società trasmetta ai depositari centrali, con le modalità indicate nel *Provvedimento congiunto CONSOB – Banca d'Italia sulla gestione accentrata* del 13 agosto 2018, le informazioni previste dall'art. 125-*quater* TUF e le altre informazioni per consentire ai portatori degli strumenti finanziari quotati di esercitare i propri diritti (art. 125-*quater*, comma 2-*bis*, TUF); la CONSOB, d'intesa con la Banca d'Italia, individui con regolamento le attività che depositari centrali e intermediari sono tenuti a svolgere in conformità degli artt. 3-*bis*, -*ter* e -*quater* della *SHRD II* e le relative modalità operative (art. 82, comma 4-*bis*, TUF); gli intermediari trasmettano le informazioni necessarie per l'esercizio dei diritti degli azionisti nei casi individuati dal *Provvedimento congiunto*.

Completano il quadro normativo il ricordato *Provvedimento Congiunto*, che ha particolarmente promosso la digitalizzazione, prevedendo che le comunicazioni e le segnalazioni (dall'intermediario all'emittente) siano inviate attraverso reti telematiche o collegamenti informatici⁷⁵, nonché i Regolamenti e le Istruzioni della Monte Titoli S.p.A., che, sulla base di quanto stabilito nel *Provvedimento congiunto*⁷⁶, prevedono l'invio da parte di emittenti ed intermediari a Monte Titoli delle informazioni relative all'operatività esclusivamente tramite messaggi telematici⁷⁷.

Nell'agosto del 2020, la CONSOB e la Banca d'Italia hanno avviato una consultazione per la modifica del *Provvedimento congiunto* e del Regolamento di esecuzione anche per l'adeguamento alla *SHRD II*. Nel documento si osserva come tutte le disposizioni, europee e nazionali «rendono evidente quanto un'efficiente implementazione delle disposizioni della Direttiva richieda sforzi e investimenti rilevanti da parte dell'industria sul piano dell'adeguamento tecnologico e della standardizzazione dei processi, anche al di là dei requisiti minimi fissati per legge o regolamento».

Il Regolamento UE ha incoraggiato gli operatori del mercato ad autoregolare ulteriormente tali formati e l'invito è stato raccolto dall'industria, che ha dato vita, nel gennaio 2019, a un *Industry Steering Group*, partecipato da rappresentanti delle

75 Cfr. art. 49, comma 7. Il *Provvedimento congiunto*, inoltre, aveva previsto che il soggetto legittimato a richiedere la comunicazione per l'intervento in assemblea ex art. 83-*sexies* TUF possa effettuare la richiesta all'ultimo intermediario tramite almeno un mezzo di comunicazione a distanza e che la conferma di ricezione/copia della comunicazione venga rilasciata con lo stesso mezzo.

76 Art. 31, comma 1, lett. e). In particolare, per veicolare le informazioni contenute nell'avviso di convocazione viene utilizzato il modulo MT 260.

77 Cfr. art. 41, comma 3 *Provvedimento congiunto*.

associazioni di categoria e operatori del settore di livello europeo. Il lavoro del gruppo è stato condotto da quattro *Task Force* dedicate all'analisi e all'elaborazione di standard e processi armonizzati con riferimento alle quattro aree di disciplina della *SHRD II* e del Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212: *Shareholder Identification (Shld group)*, *General Meetings (GM group)*, *Corporate Actions (Golden Operational Record group)* e *ISO Messages and Standard Market Practice (SMPG)*. Gli standard elaborati dalle quattro *Task Force* internazionali sono stati pubblicati alla fine del mese di giugno 2020.

Gli standard europei sul *general meeting*, in realtà già operativi dal 2010 e rivisti nel 2020 per adeguarli alla *SHRD II* e al Regolamento di esecuzione, stabiliscono i flussi informativi, relativi all'assemblea, che partono dall'emittente e sono indirizzati al depositario centrale, che li veicola ai suoi partecipanti, i quali, a loro volta, li trasmettono ai propri clienti intermediari, via via lungo la catena fino ad arrivare all'*end investor*, il quale, a mente degli standard, può esercitare un *opt-out* dal ricevimento delle comunicazioni, se così concordato con il proprio intermediario. Gli standard, parimenti, definiscono i flussi di ritorno all'emittente.

Gli standard definiscono, in particolare: le modalità di invio dei flussi (che sono standardizzati in formato ISO o altri flussi elettronici, quali la posta elettronica, eventualmente certificata), raccomandando altresì di abolire le comunicazioni cartacee; il contenuto di tali flussi; i destinatari dei flussi; le tempistiche per l'invio dei flussi.

Anche sul fronte domestico le linee guida interassociative hanno da tempo definito i flussi informativi per l'esercizio delle *corporate actions* tra emittenti, depositario centrale e intermediari fino a raggiungere l'azionista: anche in questo caso, si tratta di flussi standardizzati e informatizzati⁷⁸.

Nonostante questi sforzi di digitalizzazione, resta, tuttavia, da un lato, il problema della mancata armonizzazione a livello europeo della nozione di azionista, che resta rimessa alla legislazione degli Stati membri⁷⁹; dall'altro lato, l'esistenza di una catena di intermediazione rende comunque più difficile l'esercizio dei diritti e la trasmissione delle informazioni, poiché postula che questa catena sia efficiente e raggiunga "l'ultimo miglio", ovvero sia l'investitore finale: molto è rimesso alla contrattualistica tra intermediario e azionista⁸⁰.

78 Oltre alle già citate linee guida sull'assemblea, ABI, Assonime e AssoSIM hanno pubblicato anche le linee guida sull'esercizio dei diritti diversi da quelli assembleari e le istruzioni operative per l'esercizio del diritto di voto maggiorato; si vedano, rispettivamente, la circolare Assonime 8/2014, *Commento alle linee guida interassociative per l'invio delle comunicazioni e il rilascio delle certificazioni per l'esercizio di alcuni diritti degli azionisti e l'invio delle segnalazioni ai sensi del Provvedimento congiunto Consob-Banca d'Italia sul post-trading*, e la circolare Assonime 33/2015, *Le istruzioni operative Abi, Assonime e Assosim per i flussi informativi relativi alle azioni a voto maggiorato*.

79 Si veda l'art. 2, lett. b) della *SHRD* che così definisce l'azionista: «la persona fisica o giuridica riconosciuta come azionista dalla legge applicabile».

80 Come emerge da un documento redatto da Bankenverband, *Shareholder Rights Directive II/ARUG II – New obligations for intermediaries, Implementation Guide for the German market – Module 3 Corporate Actions*, 2 giugno

Quanto al primo profilo, la Commissione UE nel nuovo *Action Plan* del settembre 2020⁸¹, facendo proprie le raccomandazioni dell'*High Level Forum*⁸², ha affermato che intende prendere in considerazione la possibilità di introdurre una definizione armonizzata di azionista e chiarire e armonizzare ulteriormente le norme che disciplinano l'interazione tra investitori, intermediari ed emittenti, valutando altresì possibili ostacoli nazionali all'uso di nuove tecnologie digitali in questo settore (Azione 12).

Quanto al secondo profilo, un'alternativa alla catena di intermediazione potrebbe essere rappresentata dall'impiego di sistemi che si basano su un registro distribuito⁸³, i quali potrebbero ovviare ai problemi dell'intermediazione sia per le attività di *trading* sia per l'esercizio dei diritti degli azionisti⁸⁴.

Secondo alcuni, la *DLT* non solo potrebbe offrire una piattaforma comune di discussione tra azionisti e *board*, incentivando la funzione di *forum* dell'assemblea, ma sarebbe altresì in grado di consentire la trasmissione di tutte le informazioni pre e post-assembleari, l'identificazione degli azionisti, la presentazione di proposte da parte dei soci a ciò legittimati, la presentazione di domande, l'esercizio del voto⁸⁵. Come dimostrerebbero alcune iniziative pratiche di utilizzo di *DLT* per le assemblee in ordinamenti stranieri⁸⁶, l'utilizzo della *DLT* avrebbe altresì il pregio di ridurre i costi per l'organizzazione dell'assemblea da parte delle società, renderebbe meno gravoso l'esercizio del diritto da parte degli azionisti e incentiverebbe la partecipazione di questi ultimi. Rimane ferma la necessità di garantire, come richiesto in via generale dal Regolamento Emittenti CONSOB per la partecipazione alle assemblee con mezzi elettronici (cfr. artt. 143-*bis* e 143-*ter* del Regolamento Emittenti), la riservatezza dei dati relativi ai voti esercitati (e alle eventuali revoche dei voti) sino all'inizio dello scrutinio in assemblea.

2020. Si veda anche Gargantini, *Identificazione dell'azionista*, cit., 143 e ss., il quale sottolinea come secondo le evidenze disponibili, gli investitori esteri ricevono frequentemente in ritardo l'informazione pre-assembleare e che "pur in un contesto in cui la definizione degli obblighi degli intermediari si inquadra nel più ampio spettro dei doveri derivanti dal rapporto di deposito e mandato, la capacità dell'autonomia negoziale di risolvere i difetti di coordinamento tra i soggetti che compongono la catena di intermediazione deve confrontarsi con elevati costi transattivi".

81 Cfr. Commissione europea, Comunicazione 24.09.20, (COM 2020/590 final).

82 Cfr. *Final Report of the High Level Forum on the Capital Markets Union*, giugno 2020.

83 Il d.l. n. 135/18, convertito con modificazioni dalla l. n. 12/19 ha dettato la definizione del cd. Registro distribuito (art. 8-*ter*); a mente del citato decreto si definiscono «tecnologie basate su registri distribuiti» le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetture decentralizzate su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati sia in chiaro che ulteriormente protetti da crittografia verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili.

84 Sull'utilizzo della tecnologia *blockchain* per l'identificazione degli azionisti e le *corporate actions* si veda BCE, *Potential use cases for innovative technologies in securities post-trading Advisory Group on Market Infrastructures for Securities and Collateral*, gennaio 2019.

85 Si veda Lafarre - Van der Elst, *Blockchain Technology for corporate governance and shareholder activism*, *Law Working Paper* n. 390/2018.

86 Si pensi al caso dei titoli estoni quotati sul Nasdaq per le cui assemblee si è potuto votare attraverso la *blockchain*; altri esempi riportati riguardano il caso di ADX in Abu Dhabi.

Resta, tuttavia, dubbia la possibilità di avvalersi della *DLT* nel caso di voto per delega, che rimane, nel nostro ordinamento, il mezzo più usuale per consentire l'esercizio del voto agli investitori istituzionali, soprattutto esteri. Su altri fronti, l'utilizzo, più in generale, della tecnologia è comunque all'attenzione dei regolatori, vista anche la possibilità che l'utilizzo, ad esempio, dei *social network* possa riverberarsi sull'affidabilità delle informazioni diffuse e possa generare fenomeni di manipolazione del mercato (si veda il caso Gamestop in USA)⁸⁷.

In alternativa, si potrebbe forse valutare, per ovviare ai problemi derivanti dalla catena di intermediazione, di mutuare i sistemi in essere presso altri ordinamenti, nei quali il cosiddetto *beneficial owner* (tipicamente residente) può "accendere" direttamente conti presso il depositario centrale; questo è il caso, ad esempio, del sistema svedese e di Hong-Kong⁸⁸. In quest'ultimo, in particolare, l'emittente (o il suo agente) comunica direttamente al *beneficial owner* le informazioni per l'esercizio dei diritti collegati alla detenzione di azioni⁸⁹.

Invero, il *Provvedimento congiunto*, prima delle ultime modifiche apportate per effetto del Regolamento UE n. 909/2014 (*Central Securities Depository Regulation - CSDR*), prevedeva, all'art 13, rubricato "intermediari", che potessero essere ammessi alla gestione accentrata in qualità di intermediari anche gli emittenti, «*limitatamente agli strumenti finanziari emessi o assegnati dagli stessi o da società controllate o collegate attraverso partecipazione azionaria*»: conti tipicamente utilizzati per il deposito di strumenti finanziari di dipendenti, soci di controllo e azionisti *retail*. La detenzione dei suddetti conti non solo consente un risparmio dei costi, evitando ai soggetti indicati di "accendere" conti appositi presso gli intermediari, ma non pone problemi di identificazione degli azionisti, essendo gli stessi noti all'emittente⁹⁰.

Benché il *Provvedimento unico sul post-trading* non contenga più la disposizione citata, in quanto l'art. 32, rubricato "intermediari partecipanti" si limita a prevedere che «*possono detenere conti titoli presso un depositario centrale i soggetti che soddisfano i requisiti di partecipazione al sistema di regolamento titoli stabiliti dal*

87 Si veda la dichiarazione CONSOB del 13 aprile 2021.

88 Cfr. Computershare e Georgeson, *Transparency of share ownership, shareholder communications and voting in global capital markets*, marzo 2014. In realtà, pochi sono i sistemi che consentono agli azionisti di accendere direttamente conti presso il depositario centrale, come rammentano Espen Eckbo, Paone, Urheim, *Efficiency of share voting systems: Report on Italy, ECGI, Law Working Paper n. 174/2011*, 27.

89 Si veda la risposta di Assonime alla consultazione (Consultazione 8/2010) di modifica della Disciplina delle controparti centrali, dei depositari centrali e dell'attività di gestione accentrata ("Provvedimento unico sul *post-trading*") dell'agosto 2012.

90 Problemi acuiti dal fatto che, a seguito del recepimento della *SHRD II*, l'art. 83-*duodecies* TUF, in materia di identificazione dei soci, prevede una soglia dello 0,5% del capitale dei diritti di voto, sopra la quale l'emittente può identificare i propri azionisti (cfr. Consultazioni 1/2019, Osservazioni di Assonime e Confindustria alla consultazione del MEF sullo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE). Assonime, in sede risposta alla consultazione di modifica del *Provvedimento unico sul post-trading* nell'agosto 2012, aveva sottolineato la rilevanza di questa disposizione, stante la «*necessità di continuare a garantire agli emittenti la possibilità di accendere conti presso la società di gestione accentrata per la detenzione di strumenti finanziari degli emittenti o delle controllate*». Nello stesso senso anche *European Financial Market Lawyers Group - EFMLG, Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced by Book Entries in Respect of Certain Financial Instruments in the European Union*, Francoforte sul Meno, 2003, 18.

depositario centrale nel proprio regolamento dei servizi in conformità all'articolo 33 del regolamento CSDR», la possibilità per gli emittenti di detenere tali conti in veste di intermediari non dovrebbe essere preclusa⁹¹. Un'estensione di tale possibilità per tutti gli azionisti, che comporterebbe una modifica profonda dell'assetto normativo e organizzativo esistente, andrebbe valutata attentamente sul piano del rapporto costi/benefici.

Dalla disamina delle disposizioni in tema di informativa pre-assembleare⁹² si può certamente concludere che il processo è già ampiamente digitalizzato, sia per quanto concerne l'informativa resa dall'emittente sul proprio sito *web*, sia per quanto riguarda l'informativa veicolata dall'emittente attraverso il sistema di gestione accentrata e lungo la catena di intermediazione.

Oltre alla digitalizzazione dell'informativa pre-assembleare, che tanto ha contribuito a migliorare l'efficienza dell'assemblea, si potrebbero valorizzare alcuni profili che potrebbero migliorarne il funzionamento e i suoi scopi. Come accennato, si pensi a una definizione armonizzata di azionista, all'utilizzo della *DLT* e a una maggiore centralità dell'emittente nel rapporto con i suoi azionisti, che consentirebbero di evitare i problemi dovuti all'intermediazione.

Resta, invece, da verificare se e in che misura tutti gli altri "pezzi" del *puzzle* che compongono l'assemblea (riunione, discussione, votazione) siano da digitalizzare e quali siano le tendenze evolutive, anche alla luce della normativa emergenziale dovuta alla pandemia e tenuto conto del fatto che, se le nuove tecnologie possono offrire opportunità per aumentare l'efficienza dei processi relativi all'esercizio dei diritti in generale, e dell'assemblea più in particolare, soprattutto in un contesto *cross-border*, possono anche presentare effetti controproducenti o indesiderati sul piano dell'efficacia delle interlocuzioni tra emittenti e azionisti⁹³.

3.3 Dialogo con gli azionisti ed “*engagement*”: le opportunità della digitalizzazione

Un ruolo attivo degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali, e il loro impegno in una prospettiva di lungo termine nei confronti delle società in cui

91 Un sistema in parte analogo sussiste in Francia per i cd. titoli nominativi puri che sono detenuti da azionisti di lungo termine in rapporto diretto con la società (con risparmio dei costi di custodia che si avrebbero per l'apertura di un conto presso un intermediario) che gestisce le relative registrazioni contabili e invia l'avviso di convocazione e la documentazione per la partecipazione all'assemblea.

92 Si tratta dell'obbligo della società di pubblicare sul proprio sito internet le informazioni dovute agli azionisti in vista dell'assemblea e della facoltà di utilizzarlo per fornire le risposte alle domande ricevute, unitamente alla spontanea creazione di forum di discussione sul web in cui gli azionisti esprimono e scambiano le loro idee e opinioni sulle vicende e le decisioni sociali, tutti fenomeni già riconosciuti e regolati da alcuni ordinamenti stranieri.

93 Cfr. sull'utilizzo della *blockchain* anche il *Final Report of the High-Level Forum on the Capital Markets Union*, giugno 2020. Per l'opinione secondo la quale, giacché la legislazione emergenziale dovuta alla COVID-19 nei vari Stati membri ha determinato una erosione ai diritti degli azionisti, il ritorno all'assemblea fisica è l'unico modo per garantire la tutela di questi diritti, cfr. Better Finance, *The future of general shareholder meetings*, 2020 (reperibile al seguente link: <https://betterfinance.eu/wp-content/uploads/Virtual-AGMs-in-the-EU-FINAL-2.pdf>).

investono sono tra i pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società viene considerato una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati (finanziari e non finanziari) delle società, anche per quanto riguarda i fattori *ESG*.

Questo principio, già oggetto di interventi di autodisciplina, a livello sia nazionale sia europeo, con l'elaborazione di codici di comportamento destinati agli investitori istituzionali – si pensi ai noti codici di *stewardship* contenenti principi e *best practices* sul rapporto con le società partecipate⁹⁴ – è stato recepito a livello normativo dalla *SHRD II*. Tra gli obiettivi della *SHRD II* vi è, infatti, anche la promozione dell'*engagement* e degli investimenti di lungo termine nelle società quotate europee da parte degli investitori istituzionali, sul presupposto che una partecipazione attiva di questi azionisti nella vita della società possa contribuire a una *governance* più efficiente.

La *SHRD II* ha, dunque, previsto che gli investitori istituzionali e i gestori di attivi debbano adottare e comunicare al pubblico, sulla base del principio *comply or explain*, una politica di impegno che descriva le modalità con cui: vengono monitorate le società partecipate in relazione a questioni rilevanti (incluse quelle relative ai risultati finanziari e non finanziari, l'impatto sociale e ambientale e di governo societario); dialogano con le stesse; esercitano il diritto di voto e gli altri diritti connessi alle azioni; collaborano con gli altri azionisti; comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono i conflitti di interesse in relazione al loro impegno.

In sede di trasposizione, il D. lgs. n. 49/19 ha sostanzialmente ripreso i contenuti della *SHRD II*. Così, l'art. 124-*quinquies* TUF richiede a investitori istituzionali e gestori di attivi di rendere note le informazioni in merito all'adozione di una politica di impegno nei confronti delle società partecipate o, in caso contrario, in merito alle motivazioni circa la mancata adozione della stessa (secondo l'approccio *comply or explain*)⁹⁵.

Sul piano della trasparenza, sia della politica di impegno sia dell'attività di *engagement* effettivamente svolta dalla società con i propri azionisti, il sito *web* è destinato a giocare un ruolo fondamentale, come già visto per l'informativa pre- e post-assembleare.

Le nuove disposizioni impattano direttamente le società quotate, nella misura in cui un rinnovato *engagement* degli investitori istituzionali e una maggiore partecipazione ed esercizio dei diritti connessi alle azioni richiedono una risposta adeguata da parte degli emittenti e ne sollecitano una risposta proattiva per valoriz-

94 Per uno studio recente, si veda Alvaro, Maugeri, Strampelli, *Investitori Istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quad. giur. CONSOB n. 19*, 2019.

95 Si veda anche la Consultazione di Banca d'Italia del 22 febbraio 2021.

zare il dialogo con gli investitori; di qui l'adozione di vere e proprie politiche di impegno, che ne definiscano modalità, tempi e ambito di applicazione.

Indicazioni utili per l'adozione di scelte organizzative e procedurali adeguate sono offerte dall'evoluzione delle *best practices* e ulteriormente declinate in sede di autodisciplina. Il nuovo Codice di *Corporate Governance* italiano affida all'organo di amministrazione il compito di promuovere il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholders* rilevanti per la società (Principio IV), nonché quello di adottare e descrivere nella relazione sul governo societario una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di *engagement* adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi⁹⁶. Questa impostazione riflette il superamento della tradizionale considerazione dell'*engagement* come fenomeno quasi esclusivamente assembleare; in questo senso, nelle politiche di impegno adottate dalle società quotate italiane l'assemblea viene espressamente considerata solo come uno dei possibili canali di comunicazione con gli azionisti.

Il Codice di *Corporate Governance* non definisce, peraltro, l'oggetto della politica di dialogo e individua come interlocutori la generalità degli azionisti. La società può scegliere diverse impostazioni, valorizzando le caratteristiche della società e anche le prassi preesistenti. Quanto ai destinatari del dialogo, la società potrebbe scegliere diverse opzioni: riferirsi alla «generalità degli azionisti» del Codice; definire cosa si intende per «generalità»; individuare gli azionisti rilevanti/significativi; ampliare a una platea più ampia di soggetti, fermo restando il rispetto della disciplina dell'informazione selettiva⁹⁷. Le modalità e le opportunità di *engagement* sono diverse, a seconda della tipologia di interlocutore, e cambiano se sono coinvolti azionisti individuali o istituzionali.

È proprio la relazione tra azionisti individuali e società che potrebbe probabilmente trarre maggiori benefici dall'uso delle nuove tecnologie, in particolare delle modalità di collegamento telematico attraverso piattaforme digitali, con la creazione di veri e propri *forum* di azionisti. Esempi di queste piattaforme si trovano in alcuni paesi europei. Ad esempio, in Francia, è piuttosto diffusa la prassi dei cosiddetti *Club des Actionnaires*, che vengono creati su base volontaria per consentire a chi lo desidera di comprendere meglio in funzionamento interno della società e per offrire uno spazio di conversazione e di raccolta di suggerimenti, conferenze e presentazione di *business plan*. Esperienze simili si riscontrano anche in Germania, dove è la stessa legge a prevedere la creazione di *forum* di azionisti per il coordinamento delle iniziative in materia di integrazione dell'ordine del giorno e presentazione delle domande⁹⁸. La promozione di simili iniziative anche in Italia potrebbe essere affidata

96 Principi IV e Raccomandazione 3.

97 Si vedano al riguardo, le Q&A della Consob del 18 marzo 2021 "sull'informazione selettiva nei confronti dei soci e, in particolare, del socio di controllo nonché sulla pubblicazione delle informazioni privilegiate relative ai piani industriali".

98 Sezione 127a Aktiengesetz.

all'autodisciplina⁹⁹ e andrebbe inserita in una riflessione più ampia sul ruolo dell'assemblea delle società quotate.

Va anche sottolineato che proprio l'uso di mezzi di telecomunicazione e piattaforme digitali è in grado di facilitare il coordinamento tra piccoli azionisti per raggiungere le percentuali previste dalla legge per l'esercizio di determinati diritti, come, ad esempio, quello di integrazione dell'ordine del giorno, e per consentire così anche a minoranze organizzate di far sentire la propria voce (ne è un esempio, seppur in un ambito diverso, il citato caso Gamestop). È chiaro che il coordinamento e l'attivismo dei soci, anche piccoli, devono essere inquadrati nella cornice normativa che regola questi fenomeni, come, ad esempio, le disposizioni in materia di sollecitazione e raccolte deleghe e azione di concerto, al fine di evitarne un uso distorto e abusivo.

3.4 Lo svolgimento dell'assemblea

3.4.1 Il quadro normativo vigente

L'utilizzazione di mezzi di telecomunicazione per lo svolgimento dell'assemblea è consentita sin dalla riforma del diritto societario del 2003, che ha sul punto modificato l'art. 2370 c.c. in materia di intervento e diritto di voto, allo scopo di facilitare la partecipazione dei soci alle decisioni assembleari. Tale possibilità era subordinata all'esercizio di una precisa scelta organizzativa da parte della società, che deve essere recepita nello statuto¹⁰⁰.

Quest'impostazione è stata confermata dall'evoluzione normativa successiva, a partire dalla trasposizione della *SHRD*, la quale prevede, all'art. 8, una norma *enabling*, che impone agli Stati membri di consentire alle società quotate di offrire ai propri azionisti forme di partecipazione all'assemblea con mezzi elettronici¹⁰¹, precisandone principi generali e condizioni per l'utilizzo¹⁰². Il D. lgs. n. 27/10 ha modificato l'art. 2370 c.c., prevedendo espressamente, accanto al voto per corrispondenza, la possibilità di utilizzare anche il voto elettronico¹⁰³ e ha rimesso alla CONSOB, con la modifica dell'art. 127 TUF, la disciplina delle modalità di esercizio del voto a distanza e della partecipazione all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione per le società quotate.

99 Assonime ha istituito l'Osservatorio sulle Politiche di Dialogo con gli Azionisti, aperto alla partecipazione di tutte le società che aderiscono o intendono aderire al Codice di *Corporate Governance*.

100 Circolare Assonime n. 37 del 2004, "*L'assemblea nelle società per azioni*".

101 Ai sensi della Direttiva, le forme di partecipazione con mezzi elettronici includono: *i)* la trasmissione in tempo reale dell'assemblea; *ii)* la comunicazione a due vie, in tempo reale, che consenta agli azionisti di intervenire in assemblea da un'altra località; *iii)* un meccanismo per esercitare il diritto di voto, prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa.

102 Ai sensi del medesimo art. 8, gli Stati membri possono limitare l'utilizzo dei mezzi elettronici solo da requisiti e vincoli "*necessari per assicurare l'identificazione degli azionisti e la sicurezza delle comunicazioni elettroniche e solo nella misura in cui detti requisiti e vincoli siano proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi*".

103 In realtà, gran parte della dottrina riteneva ammissibile anche l'esercizio del voto prima dell'assemblea mediante mezzi elettronici, assimilandolo al voto per corrispondenza.

Con il Regolamento Emittenti, la CONSOB ha recepito e declinato i principi generali della *SHRD*, lasciando ampia flessibilità alle società circa la scelta dei mezzi di telecomunicazione utilizzabili (cfr. artt. 140-143-*ter* RE)¹⁰⁴.

In particolare, la CONSOB in attuazione della predetta Direttiva ha previsto che le società che consentono in via statutaria anche l'utilizzo dei mezzi elettronici per la partecipazione all'assemblea possano "*condizionarlo unicamente alla sussistenza di requisiti per l'identificazione dei soggetti a cui spetta il diritto di voto e per la sicurezza delle comunicazioni*", requisiti che devono essere "*proporzionati al raggiungimento di tali obiettivi*" (cfr. art. 143-*bis*, comma 2, Regolamento Emittenti).

Inoltre, il Regolamento Emittenti ha, tra l'altro, previsto che:

- la società garantisca la conservazione dei dati relativi ai voti esercitati mediante mezzi elettronici e alle revoche intervenute prima dell'assemblea, ivi compresa la data di ricezione (art. 143-*ter*, comma 3, Regolamento Emittenti);
- il presidente dell'organo di controllo, nonché i dipendenti e ausiliari di quest'ultimo siano responsabili, sino all'inizio dello scrutinio in assemblea, della riservatezza dei dati relativi ai voti esercitati mediante mezzi elettronici e alle eventuali revoche (art. 143-*ter*, comma 4, Regolamento Emittenti).

Da ultimo, la *SHRD* II, nel disciplinare i flussi di informazione tra emittenti, azionisti e intermediari, nel caso di partecipazioni detenute attraverso catene di intermediari, ha introdotto disposizioni per facilitare l'esercizio del diritto di voto in forma elettronica. È, infatti, prevista la possibilità di trasmettere le indicazioni di voto dell'azionista attraverso l'avviso di partecipazione all'assemblea inviato dall'intermediario all'emittente, ai sensi degli artt. 3-*quater*, comma 2, della Direttiva e art. 6 del Regolamento di esecuzione¹⁰⁵.

Dal quadro normativo vigente emergono due elementi. Il primo è quello della facoltatività dell'uso dei mezzi elettronici per la partecipazione e il voto in assemblea. La previsione nello statuto della partecipazione in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, così come del voto per corrispondenza o in via elettronica (prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento), è una facoltà per la società e l'uso di tali modalità, una volta previste, è una facoltà per i soci. Il secondo è quello di una

¹⁰⁴ La Consob, in particolare, ha previsto principi di carattere generale cui dovranno attenersi gli emittenti nel disciplinare l'intervento in assemblea e l'esercizio del voto mediante mezzi elettronici, senza indicare le specifiche modalità tecniche da adottare. È dunque rimessa all'autonomia della società la scelta dei mezzi elettronici, così come la disciplina del loro uso, nel modo più adeguato ed efficiente, in considerazione delle proprie particolari esigenze, della struttura interna, anche dimensionale, delle società, nonché del livello di sviluppo tecnologico raggiunto nella pratica. Si veda Circolare Assonime n. 14 del 2011 '*La nuova disciplina sul funzionamento dell'assemblea delle società quotate*'.

¹⁰⁵ Al riguardo, occorre sottolineare che l'eventuale espressione e comunicazione all'emittente del voto assembleare tramite la catena degli intermediari (e i canali telematici dagli stessi utilizzati) configura una modalità di esercizio del voto a distanza e prima dell'assemblea, utilizzabile solo nel rispetto delle altre condizioni di legge e regolamento vigenti.

accentuata centralità del diritto di voto e del suo esercizio, incluse le modalità che ne facilitano l'espressione anche a distanza, rispetto al momento della discussione assembleare, tradizionalmente considerata espressione tipica del principio di collegialità proprio delle assemblee societarie¹⁰⁶.

Il rinvigorimento del processo assembleare attraverso la previsione di strumenti che incentivino la partecipazione e il voto degli azionisti si accompagna, dunque, al ridimensionamento della concezione della seduta assembleare come foro di discussione, come testimoniato dalla moltiplicazione degli strumenti a disposizione per l'esercizio del diritto di voto senza la partecipazione fisica in assemblea (voto per corrispondenza, rappresentante designato, sollecitazione e raccolta delle deleghe). Nello stesso senso depongono le disposizioni che consentono l'utilizzo dei mezzi elettronici, quando prevedono, ad esempio, il voto elettronico precedente all'assemblea, anche in combinazione con la trasmissione in tempo reale dell'assemblea a una via¹⁰⁷.

3.4.2 La normativa emergenziale

Su questo impianto normativo sono intervenute le disposizioni emergenziali introdotte dall'art. 106, D.L. n. 18/20, convertito con la l. n. 27/20, i cui effetti sono stati da ultimo prorogati fino al 31 luglio 2022 in forza del D.L. n. 228/21, convertito dalla l. n. 15/22, per consentire il regolare svolgimento delle assemblee, nonostante le restrizioni allo spostamento delle persone fisiche all'interno del territorio nazionale imposte dalla situazione di emergenza causata dalla pandemia.

In particolare, la disposizione ricordata consente, fino al 31 luglio 2022, a tutte le società, incluse quelle quotate, di prevedere: l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione anche in assenza di disposizioni statutarie; che tali mezzi siano utilizzati in via esclusiva, escludendo la partecipazione fisica in assemblea.

La norma consente, inoltre, sempre fino al 31 luglio 2022, alle sole società quotate, ammesse alla negoziazione su un *MTF* e con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, di: nominare il rappresentante designato previsto dall'art. 135-*undecies* TUF, anche ove lo statuto disponga diversamente; che al rappresentante designato possano essere conferite anche le deleghe ordinarie o le sub-deleghe, ai sensi dell'art. 135-*novies* TUF, purché con istruzioni di voto; di prevedere che

106 Cfr. Pederzini, *Intervento del socio*, cit.; Cian, *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di spa*, in *Riv. Soc.*, 2011, 1065; Id., *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium iuris* 2015, 7/8, 782; Rossi, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Orizz. diritto commerciale*, 2014, 1.

107 Cfr., in tal senso, Assonime, *Note e Studi* n. 2 del 2022, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*.

l'intervento in assemblea si svolga esclusivamente tramite il rappresentante designato.

La normativa emergenziale ha, dunque, introdotto la facoltà per le predette società di prevedere la partecipazione a distanza come modalità esclusiva di partecipazione all'assemblea nel contesto di un tessuto normativo che, invece, presuppone lo svolgimento fisico dell'assemblea e una mera facoltà per i soci di esercitare il proprio diritto di intervento e voto a distanza o prima dell'assemblea. La scelta di tali modalità di partecipazione, in particolare quella tramite rappresentante designato in via esclusiva, comporta, di fatto, il venir meno della possibilità di porre domande o di presentare nuove proposte di delibera direttamente in assemblea.

L'applicazione della disciplina riguardante l'organizzazione e lo svolgimento delle assemblee si è, allora, dovuta adattare allo svolgimento delle riunioni "a porte chiuse" e gli emittenti, così come le autorità di vigilanza e gli interpreti, trovandosi ad applicare le disposizioni di legge in uno scenario inedito, hanno adottato o raccomandato soluzioni applicative che garantissero comunque la piena tutela dell'informazione e i diritti partecipativi degli azionisti¹⁰⁸.

In questo senso sono intervenuti gli orientamenti della CONSOB¹⁰⁹, che, da un lato, hanno richiamato l'attenzione sull'applicazione delle disposizioni che richiedono di preservare la riservatezza del voto espresso anticipatamente fino all'inizio dello scrutinio in assemblea e di quelle relative all'identificazione dei soggetti legittimati, e dall'altro, hanno fornito una serie di raccomandazioni, a tutela dei diritti dei soci, informativi e di partecipazione, con particolare riferimento all'uso in via esclusiva dell'istituto del rappresentante designato¹¹⁰.

In questa prospettiva, la CONSOB ha, ad esempio, raccomandato alle società di pubblicare tutte le proposte di delibera su ciascun punto all'ordine del giorno prima dell'assemblea e anche di adottare ordini del giorno analitici, con l'indicazione disgiunta delle singole proposte di delibera e di indicare tali proposte anche nelle relazioni illustrative degli amministratori ai sensi dell'art. 125-ter TUF.

Con riferimento, invece, ai diritti partecipativi dei soci, la CONSOB ha chiarito che, in caso di uso esclusivo del rappresentante designato, non è possibile per il singolo socio presentare proposte in assemblea come previsto dall'art. 126-bis, com-

108 Cfr. la Comunicazione della CONSOB n. 3 del 10 aprile 2020 in merito alle assemblee delle società quotate e le FAQ di aggiornamento del 29 aprile 2020. V. anche le Q&A di Assonime sulle assemblee a porte chiuse (<http://www.assonime.it/assonime/area-stampa/Pagine/Assemblee-2021-e-regime-emergenziale-.aspx>). In dottrina, si veda Marchetti, Notari, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, 428.

109 Cfr. la Comunicazione della CONSOB n. 3 del 10 aprile 2020 in merito alle assemblee delle società quotate e le FAQ di aggiornamento del 29 aprile 2020.

110 Tra le due modalità per lo svolgimento delle assemblee previste dal regime emergenziale, partecipazione tramite rappresentante designato e partecipazione mediante mezzi di telecomunicazione, è infatti la prima a 'comprimere' maggiormente i diritti dei soci, nella misura in cui l'assemblea si svolge a porte chiuse e il voto deve essere espresso in anticipo; diversamente, la partecipazione all'assemblea con mezzi di telecomunicazione, se predisposta con meccanismi audio-video a due vie con la possibilità di interazione e di espressione contestuale del voto, replica sul piano 'virtuale' lo svolgimento di un'assemblea fisica.

ma 1, TUF, ma che le società avrebbero potuto prevedere nell'avviso di convocazione un termine adeguato alla presentazione anticipata di proposte individuali da pubblicare sul sito *web* della stessa.

Quanto, invece, al diritto di porre domande, previsto dall'art. 127-*ter*, la CONSOB ha invitato le società ad applicare il termine di *cut-off* più lungo previsto dalla disciplina, pari a sette giorni di mercato aperto prima dell'assemblea, per rispondere almeno due giorni prima dell'assemblea stessa, valutando la possibilità di anticipare ulteriormente tali risposte a tutto vantaggio dell'esercizio del diritto di voto informato da parte dei soci.

Indicazioni analoghe sono state espresse dal mondo imprenditoriale¹¹¹ e sono state applicate dalle società, come emerge dall'analisi delle prassi relative alla stagione assembleare del 2020¹¹². Da tale analisi emerge anche che la assoluta maggioranza delle società quotate italiane ha optato per la nomina del rappresentante designato come modalità esclusiva di partecipazione e voto in assemblea, anche in combinazione con la partecipazione esclusiva con mezzi di telecomunicazione, mentre il ricorso ai soli mezzi di telecomunicazione per lo svolgimento delle assemblee è stato pressoché nullo¹¹³.

Lo scarso successo dei mezzi di telecomunicazione per lo svolgimento delle assemblee in fase emergenziale riflette lo scarso uso di tali strumenti da parte delle società quotate anche in tempi normali.

Diverse sono le possibili ragioni. In dottrina, vi è chi sostiene che gli assetti proprietari stabili e con maggioranze ben definite e consolidate delle società quotate italiane, di fatto, non incoraggino l'uso di mezzi di telecomunicazione per mancanza di interesse degli azionisti di riferimento a promuovere una partecipazione più ampia possibile alle assemblee¹¹⁴. In realtà, un elemento dirimente sembra essere anche quello delle oggettive difficoltà tecniche da superare per garantire la fruibilità dello strumento a un numero elevato di azionisti, l'identificazione dei partecipanti, la continuità e la regolarità del collegamento e dell'espressione del diritto di voto, e, forse quello di un quadro normativo che lascia aperte alcune questioni importanti,

111 V. anche le *Q&A* di Assonime sulle assemblee a porte chiuse (<http://www.assonime.it/assonime/area-stampa/Pagine/Assemblee-2021-e-regime-emergenziale-.aspx>)

112 Cfr. i dati del monitoraggio dell'Assonime: www.assonime.it/Stampa/Documents/monitoraggio%20assemblee%202020.pdf.

113 Sulla cumulabilità delle due modalità di partecipazione si vedano gli Orientamenti CONSOB, la Massima n. 188 del Consiglio Notarile di Milano, e le *FAQ* Assonime. Il dato appare in controtendenza rispetto all'esperienza degli altri paesi europei, dove si è registrato un uso decisamente più diffuso delle assemblee *virtual only*: cfr. Better Finance *The Future of General Shareholder Meeting*, cit.

114 In questo senso, si veda Cian, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium iuris*, 2015, 7/8, 782, il quale osserva che benché numerose società quotate prevedano nella statuto la possibilità per i loro azionisti di intervenire alle assemblee con mezzi di telecomunicazione a distanza o di esprimere il voto in via elettronica, lo statuto stesso rimette all'organo amministrativo la decisione, da prendere per ogni singola assemblea, se attivare o meno questi canali di partecipazione; nello stesso senso anche La Sala, *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in *BBTC*, 2016, I, 703

come, ad esempio, le conseguenze dell'interruzione del collegamento sulla validità della delibera e l'allocazione delle relative responsabilità.

Un maggiore utilizzo dei mezzi di telecomunicazione per lo svolgimento delle assemblee potrebbe probabilmente essere favorito da un quadro giuridico di riferimento più chiaro, che assicuri non solo la tutela dei diritti dei soci, ma che dia anche certezza alla regolarità del procedimento assembleare e alla validità delle deliberazioni adottate.

3.4.3 Modelli di assemblea "virtuale", problemi applicativi e possibili interventi di regolamentazione

Il quadro normativo esistente consente – come visto – lo svolgimento di assemblee "ibride", in cui alla partecipazione fisica dei soci si affiancano strumenti per la partecipazione a distanza con mezzi di telecomunicazione¹¹⁵. Una questione che si pone è, tuttavia, se, a legislazione vigente, sia anche possibile lo svolgimento di assemblee totalmente "virtuali", vale a dire in modalità esclusivamente telematica, senza convocazione in alcuna sede fisica, imponendo, quindi, ai soci di partecipare e votare solo utilizzando mezzi elettronici. La questione non è pacifica in dottrina e l'opinione prevalente è nel senso di negare tale possibilità¹¹⁶.

L'orientamento della CONSOB è che, in assenza di ulteriori proroghe della disciplina emergenziale, le assemblee da tenersi dopo il 31 luglio 2022 siano destinate a svolgersi secondo le modalità ordinarie, ai sensi delle norme contenute nel codice civile, nonché delle disposizioni di attuazione degli artt. 127 ("Voto per corrispondenza o in via elettronica") e 135-undecies del TUF ("Rappresentante designato dalla società con azioni quotate"), contenute nel Regolamento Emittenti CONSOB (artt. 134 e 140 e ss.), le quali prevedono la partecipazione fisica dei soci e, solo come eventua-

¹¹⁵ Cian, *Diritti degli azionisti*, cit.; Circolare Assonime n. 14 del 2011, cit.

¹¹⁶ Cfr. Palazzo, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleare contenuta nella legislazione d'emergenza?* in *NLCC*, 4/2020, 917; La Sala, *Le forme di partecipazione*, cit., 703; Cian, *L'intervento*, cit., 1066. per il quale "non è dunque ammissibile una clausola statutaria che sopprima l'assemblea nella sua conformazione classica attraverso il ricorso esclusivo alla tecnologia informatica" in quanto l'art. 2370 c.c. ha lo "scopo di rafforzare i diritti degli azionisti mediante l'impiego della tecnologia informativa come modalità aggiuntiva di partecipazione assembleare"; F. Magliulo, *Quel che resterà del verbale assembleare dopo il Covid-19*, in *Società*, 2020, p. 251, ad avviso del quale "in base al codice civile non sarebbe (...) legittimo imporre ai soggetti legittimati ad intervenire in assemblea l'obbligo di collegarsi anziché intervenire fisicamente (c.d. assemblea virtuale). Ne consegue che, una volta cessata l'efficacia dell'art. 106, D.L. n. 18/2020, non sarà consentito di imporre a costoro, contro la loro volontà, di partecipare a distanza."; C. Marchetti – M. Notari, *Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. soc.* 2020, p. 428 ss., i quali riconoscono la legittimità dello svolgimento esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazioni per le riunioni dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo, ma non affermano di ritenere superabile in via interpretativa l'art. 2366 c.c., che impone l'indicazione nell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci di un luogo fisico in cui si svolge l'adunanza. Ritiene, invece, possibile convocare una riunione interamente telematica già sulla base dell'attuale disciplina del codice civile Schiuma, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid-19*, in *Riv. Dir. Comm.*, 3/2020, 419. V. anche Turelli, *Assemblea di società per azioni e esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2011, 445. Altri ordinamenti già disciplinano le assemblee esclusivamente virtuali; regole in tal senso sono contenute nel *Model Business Corporation Act* americano e sono state adottate dagli Stati del Delaware e della California; in Europa, si segnala, invece, la legislazione danese.

le modalità aggiuntiva, la partecipazione a distanza o tramite il rappresentante designato¹¹⁷.

Alcuni recenti orientamenti interpretativi, tuttavia, propongono una lettura evolutiva del dato normativo, delineando una prospettiva ermeneutica che, anche quando verrà meno l'esigenza di ridurre al minimo gli spostamenti e gli assembramenti, ammette la facoltà di convocare l'assemblea esclusivamente senza partecipazione fisica dei soci¹¹⁸.

Questo orientamento interpretativo non ritiene dirimente il fatto che l'art. 2370 c.c. sia stato introdotto presupponendo una riunione fisica in un luogo determinato e fa leva, piuttosto, sulla recente evoluzione tecnologica dei sistemi di collegamento a distanza e la sempre più diffusa capacità di utilizzo delle nuove tecnologie, incrementata durante la pandemia e incoraggiata dalla legislazione emergenziale. Si tratta di una prospettiva ermeneutica che ammette la possibilità di svolgere un'assemblea solamente virtuale, in quanto intende evolutivamente la nozione di "partecipazione" del socio in assemblea e il connesso rispetto del metodo collegiale, rilevando, in tal senso, che talune modalità di partecipazione audio-video, come, ad esempio, la videoconferenza o l'uso di piattaforme digitali a due vie (che consentono ai soci di percepire in tempo reale e su un piano di parità rispetto ai presenti quello che accade in assemblea, di intervenire alla discussione e di votare), non pongano problemi, poiché replicano, in formato telematico, le stesse modalità di partecipazione fisica, garantendo una "collegialità piena".

Diversa considerazione, secondo tale orientamento interpretativo, dev'essere data, invece, a quelle modalità di partecipazione da remoto che escludono la partecipazione alla discussione assembleare, come, ad esempio, nel caso di trasmissione in

117 Si veda la risposta fornita all'interrogazione parlamentare n. 5-07579 "Iniziativa per consentire la partecipazione in presenza degli azionisti alle assemblee delle società quotate", reperibile al seguente link: <https://documenti.camera.it/apps/commonServices/getDocumento.ashx?idLegislatura=18&sezione=bollettini&tipoDoc=pdf&anno=2022& mese=02&giorno=24&file=leg.18.bol0748.data20220224.com06>

118 Cfr., in tal senso, Assonime, Note e Studi n. 2 del 2022, *La riunione assembleare con mezzi di telecomunicazione. Questioni e prospettive*, nonché Commissione Società del Consiglio notarile di Milano, massima n. 200 del 23 novembre 2021, secondo cui «sono legittime le clausole statutarie di s.p.a. e di s.r.l. che, nel consentire l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, ai sensi dell'art. 2370, comma 4, c.c., attribuiscono espressamente all'organo amministrativo la facoltà di stabilire nell'avviso di convocazione che l'assemblea si tenga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, omettendo l'indicazione del luogo fisico di svolgimento della riunione». Tuttavia, anche nella nota bibliografica della predetta massima è riportato che il tema è "oggetto di interpretazioni divergenti, sebbene siano prevalenti i contributi contrari a tale possibilità."; inoltre, sempre nella medesima nota bibliografica è riportata la posizione del Comitato Triveneto dei Notai, Massima H.B.39, "il quale se da un lato riconosce che «nelle società per azioni "chiuse", anche in assenza di una specifica previsione statutaria, deve ritenersi possibile l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, a condizione che siano in concreto rispettati i principi del metodo collegiale, dall'altro precisa che «resta salva la possibilità per lo statuto di disciplinare diversamente la materia, anche in deroga alle regole della collegialità, e fermo il diritto del socio di intervenire fisicamente in assemblea», pur facendo salva la possibilità «con il consenso unanime dei soci, di derogare alla regola statutaria»".

streaming dell'assemblea con facoltà, però, del socio di votare in tempo reale, strumenti, questi, che garantiscono solo una forma di collegialità "debole".

In aggiunta alla sussistenza, *de facto*, di requisiti tecnologici adeguati al rispetto del metodo collegiale e dei principi di correttezza e buona fede, così da non pregiudicare o rendere difficoltosa la partecipazione di tutti i soci, quanti si pongono nella prospettiva di ammettere, in via di principio, lo svolgimento di un'adunanza integralmente "virtuale" ritengono comunque imprescindibile un'esplicita previsione statutaria che la legittimi.

Lo scarso utilizzo in Italia di tali strumenti telematici, anche laddove previsti dagli statuti come modalità aggiuntiva di partecipazione alle assemblee rispetto alla partecipazione fisica e anche a fronte di esperienze significativamente diverse di altri paesi europei, induce a riflettere sull'adeguatezza della disciplina vigente e sull'eventuale opportunità di interventi normativi o regolamentari che chiariscano alcuni profili critici e che ne facilitino la diffusione.

In una prospettiva *de iure condendo*, si potrebbe valutare se sia opportuno prevedere interventi volti a disciplinare, anche fuori da contesti emergenziali, lo svolgimento di assemblee esclusivamente in via telematica. Si tratterebbe, in tal caso, di stabilire cosa si intenda per "partecipazione" del socio all'assemblea e quali siano le modalità minime di intervento che preservino il metodo collegiale, anche nel caso di assemblea svolta esclusivamente in via telematica¹¹⁹.

Inoltre, sarebbe da valutare la necessità di un intervento legislativo per affrontare la criticità riguardante la sicurezza del collegamento telematico e le conseguenze di eventuali malfunzionamenti sulla correttezza dello svolgimento dell'assemblea, sulla validità delle deliberazioni adottate e sulla responsabilità della società.

Nell'interpretazione prevalente si ipotizzano, di fatto, tre diversi scenari:

1. l'interruzione del collegamento in fase di costituzione: in questo caso, l'assemblea non si ritiene regolarmente costituita fino a che non si realizza il collegamento; non sarebbe possibile conteggiare i *quorum* di chi non è collegato; il dibattito avrebbe luogo con l'esclusione di alcuni aventi diritto al dibattito.
2. L'interruzione del collegamento in fase di discussione: in questo caso, l'assemblea è regolarmente costituita, ma il presidente dovrebbe sospendere la seduta fino al ripristino del collegamento, altrimenti le deliberazioni adottate sarebbero annullabili, se c'è violazione della parità di trattamento.

¹¹⁹ Cfr. Notari, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza, Un bilancio dopo 15 anni*, (a cura di Annunziata), Milano 2015, 247, 270.

3. Infine, l'interruzione del collegamento durante lo scrutinio dei voti: in questo caso, il presidente non può constatare e proclamare il risultato e dovranno essere ripetute le operazioni di voto¹²⁰.

Questa ricostruzione rimette alla società l'intera responsabilità dello svolgimento dell'assemblea, ma non tiene conto del fatto che la stessa, pur prevedendo il collegamento telematico e predisponendo o indicando la piattaforma di accesso, potrebbe non avere controllo sul collegamento effettuato dal socio e, addirittura, non essere in grado di constatare l'interruzione del collegamento.

Appare, invece, necessario trovare un punto di equilibrio diverso tra l'interesse del socio a esercitare il proprio diritto di intervento e voto con mezzi elettronici nelle forme rese disponibili dallo statuto e quello della società a un efficiente svolgimento dell'assemblea e stabilità delle decisioni assembleari. Al riguardo, appare necessario distinguere il caso in cui sistema di telecomunicazione sia interamente governato dalla società, e quindi l'eventuale difetto o interruzione di collegamento dipenda da un fatto a essa imputabile, dal caso in cui le piattaforme di collegamento presuppongano, invece, l'utilizzo di una rete gestita da terzi e di programmi *software* gestiti dalle parti, nonché un comportamento attivo del socio, che interviene in assemblea utilizzando i propri strumenti di telecomunicazione. In questo secondo caso, infatti, la responsabilità sui difetti e le interruzioni di collegamento potrebbe imputarsi alla società solo nella misura in cui essi derivino dalla scelta di un sistema di telecomunicazione non adeguato, che comporti un difetto/interruzione relativo a tutti i soci¹²¹.

Un ulteriore elemento da chiarire è la compatibilità del voto espresso elettronicamente, prima o durante lo svolgimento dell'assemblea, con l'istituto della delega di voto. Nelle disposizioni attualmente vigenti il voto elettronico è previsto per dare al socio la possibilità di votare senza intervenire fisicamente in assemblea e senza dover nominare un rappresentante. In questo senso, l'art. 143-ter RE assimila il voto elettronico espresso prima dell'assemblea al voto per corrispondenza e ne richiama le disposizioni ad esso applicabili. Tra queste il comma 1 dell'art. 141 RE prevede che *«il voto per corrispondenza è esercitato direttamente dal titolare»*. Analogamente, l'art. 143-bis, comma 1, lett. c), Regolamento Emittenti consente allo statuto di prevedere l'uso dei mezzi elettronici per *«l'esercizio del diritto di voto prima dell'assemblea o durante il suo svolgimento, senza che sia necessario designare un rappresentante fisicamente presente alla stessa»*.

Il voto per delega è attualmente utilizzato dagli investitori istituzionali, soprattutto esteri, mentre il voto elettronico, pur consentendo di votare a distanza, potrebbe non essere considerato un'alternativa praticabile per varie ragioni: la durata

120 Circolare Assonime n. 14 del 2011; Cian, *L'intervento*, cit.

121 Spunti di riflessione possono essere trovati nell'ordinamento tedesco, che prevede che il malfunzionamento del collegamento telematico non sia causa di impugnazione della delibera assemblea, a meno che la società non possa essere incolpata di aver agito con grave negligenza o dolo; cfr. § 2343 AktG su cui si veda Cian, *L'intervento*, cit., 1090.

media delle assemblee, il numero normalmente elevato di assemblee nelle quali gli investitori istituzionali sono chiamati a votare, la possibilità di dialogare e interagire con il *management* in modo più articolato prima dell'assemblea stessa.

3.4.4 Ruolo dell'assemblea e impatto delle nuove tecnologie

La diffusione delle nuove tecnologie induce a svolgere alcune considerazioni più generali e a porsi alcune domande sul ruolo e sul futuro dell'assemblea delle società quotate.

Una prima questione è se l'accresciuta possibilità di partecipazione in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione possa supportare l'idea di una vera e propria "democrazia azionaria" caratterizzata da una partecipazione massiccia di tutti i soci.

Al riguardo, si deve, innanzitutto, osservare che l'esperienza degli ordinamenti che hanno introdotto le assemblee "virtuali" mostra che gli effetti sulla partecipazione effettiva dei soci sono minimi¹²². Anche l'implementazione della *SHRD* ha determinato una maggiore partecipazione degli azionisti, soprattutto fondi e investitori istituzionali, per le nuove disposizioni sulla *record date* più che per la previsione di meccanismi facilitativi, quali l'utilizzo dei mezzi di telecomunicazione¹²³.

In realtà, al di là del dato fattuale, si deve rilevare che, se la disciplina unionale recente ha, da un lato, introdotto misure per facilitare la partecipazione e l'esercizio del diritto di voto da parte di tutti gli azionisti (inclusi i *retail*) e quelle volta a migliorare la qualità, quantità e tempestività dell'informazione rivolta ai soci in vista di un esercizio consapevole del voto, essa ha, dall'altro lato, anche voluto incentivare la partecipazione attiva di minoranze qualificate o organizzate: si pensi, ad esempio, al diritto di integrazione dell'ordine del giorno riservato agli azionisti titolari di una percentuale determinata del capitale sociale. Questa impostazione è stata recepita nell'ordinamento italiano, che già prevedeva disposizioni con finalità analoghe: si pensi, ad esempio, al diritto di convocazione dell'assemblea da parte dei soci, al diritto di presentazione delle liste per la nomina degli organi sociali, ma anche per la legittimazione all'impugnazione delle delibere assembleari.

Lungo questa direttrice si è mossa anche la *SHRD II*, che ha rafforzato il ruolo di quegli azionisti – gli investitori istituzionali – che, in ragione del peso e della natura della loro partecipazione, sono chiamati a svolgere un ruolo di *engagement* e sono in grado di fornire un contributo fattivo alla riflessione su temi e sulle scelte strategiche per la società. La *SHRD II*, dunque, con le disposizioni sulla politica di impegno e le prerogative di dialogo riconosciute agli investitori istituzionali, prende atto dei differenti ruoli e responsabilità degli azionisti in base alle caratteristiche

¹²² Fairfax, *Virtual Shareholder Meetings Reconsidered*, 40 *Seton Hall Law Review* 1367 (2010), SSRN.

¹²³ Cfr. Rossi, *op. cit.*; La Sala, *op. cit.*

dell'investimento nella società¹²⁴. Al riguardo, si segnala il caso della Spagna, ove la partecipazione all'assemblea è vincolata al possesso di un numero minimo di azioni¹²⁵.

Un'eventuale possibilità di "segmentazione" dei diritti dei soci potrebbe ritenersi bilanciata dalle potenzialità offerte dalle nuove tecnologie nel facilitare il coordinamento degli azionisti titolari di partecipazioni minime e raggiungere le soglie di partecipazione qualificata richieste dalla legge per esercitare poteri propulsivi, quale, ad esempio, l'integrazione dell'ordine del giorno.

Una seconda questione è se il rafforzamento dei poteri di *voice* dei soci, previsto dalle Direttive europee, unito all'accresciuta possibilità di partecipazione attraverso mezzi di telecomunicazione, apra la strada a una rinnovata sovranità dell'organo assembleare.

Al riguardo, non sembra che un'eventuale accresciuta partecipazione dei soci debba necessariamente comportare il ritorno a un modello di sovranità assembleare. Le recenti evoluzioni normative si inseriscono, infatti, in un sistema che prevede una chiara ripartizione delle competenze tra organo amministrativo e assemblea, come delineata dalla riforma del 2003 e cristallizzata nella previsione dell'esclusiva competenza in materia gestoria dell'organo amministrativo¹²⁶. Tale ripartizione di competenze si riflette anche nei limiti al diritto dei soci di integrare l'ordine del giorno o di convocare un'assemblea, diritto che non si estende, infatti, a quegli argomenti sui quali la deliberazione dipende, a norma di legge, da una proposta presentata dagli amministratori, da un progetto o da una relazione da essi predisposta e fa, dunque, salva la esclusiva competenza gestoria degli amministratori (art. 126-*bis* TUF e art. 2367 c.c.).

Il rafforzamento della *voice* degli azionisti in materia di remunerazione e di operazioni con parti correlate, previsto dalla *SHRD* II, sembra, dunque, doversi leggere non tanto come un superamento di tale impostazione, con l'attribuzione di nuovi poteri di gestione all'assemblea, ma piuttosto come funzionale a consentire un co-

124 Montalenti, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2016, 1, 2; Notari, *Diritti di voice*, cit., 24, che suggerisce di subordinare il diritto di discussione a una soglia pari a quella richiesta per le impugnazioni delle delibere assembleari. La finalità della proposta di legare l'esercizio del diritto a un minimo di significatività della partecipazione è funzionale anche a scoraggiare fenomeni di mero disturbo assembleare, spesso collegati ad un uso pretestuoso del diritto di porre domande: in particolare, si è riscontrato un numero elevato di domande inviate in prossimità dell'assemblea; l'invio di domande 'fotocopia' a più società; la bassissima significatività, in termini percentuali, della partecipazione azionaria del socio che ha posto le domande, sia in assemblea sia prima dell'assemblea; *contra* Spolidoro, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. Soc.*, 2016, 171.

125 Cfr. articoli 179, 197 e 521-*bis* della *Ley de Sociedades de Capital*. Per i riferimenti relativi alla trasposizione della direttiva del 2007 in Francia, Germania e Regno Unito, per quanto riguarda il diritto di porre domande, cfr. Note e Studi Assonime n. 14 del 2012, cit.

126 Art. 2380-*bis*, cc, e art. 2364, n. 5, cc. Alcuni commentatori, tuttavia, ritengono sussistere un'ineludibile riserva a favore dei soci di alcune competenze anche in materia di gestione (cd. competenze implicite); cfr. Abbadessa, Mirone, *Le competenze dell'assemblea nelle spa*, in *Riv. Soc.*, 2010, 269; Portale, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione e controllo, Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa, Portale, Torino 2006, 2, 29.

stante monitoraggio degli azionisti sull'operato degli amministratori, secondo il modello di *governance* enunciato dal legislatore dell'UE¹²⁷.

Un'ulteriore questione che è stata posta nel dibattito sulle assemblee e le nuove tecnologie è se la progressiva compressione della collegialità derivante da quest'ultime – che annullano l'unità di spazio e tempo tipica dell'assemblea con il conseguente affievolimento delle dinamiche propriamente assembleari¹²⁸ – possano aprire la strada a una riflessione più generale sulla funzione della riunione assembleare e della stessa collegialità, che, seppur depotenziata, ancora la contraddistingue¹²⁹. In tale contesto, ci si potrebbe chiedere se tutto ciò possa condurre a una modifica sostanziale della fisionomia del procedimento deliberativo e spingersi fino al superamento dell'assemblea stessa, prevedendo modalità di assunzione delle deliberazioni al di fuori dell'assemblea, con metodo di tipo referendario.

Indicazioni in tal senso già vi sono nel nostro ordinamento, con riferimento alla disciplina delle società a responsabilità limitata, ove si prevede la possibilità di raccogliere il consenso dei soci per iscritto. La possibilità di deliberare senza assemblea è stata prevista, al ricorrere di determinate condizioni, anche per le società per azioni da alcuni ordinamenti stranieri¹³⁰.

Su questo punto, in senso contrario, è stato osservato che nel nostro sistema un'utilità (residuale, ma fondamentale) della collegialità intesa come procedimento sia da ricollegarsi alla sua funzione di composizione degli interessi, indipendentemente dalle regole relative al diritto di discussione e all'effettivo svolgimento di un dibattito in assemblea, e che tale utilità emergerebbe dalle disposizioni in materia di convocazioni dell'assemblea¹³¹. Si sostiene, infatti, che le convocazioni successive alla prima, mantenute come alternativa alla convocazione unica, siano funzionali alla verifica della possibilità di adottare la deliberazione nell'ambito di un collegio più ampiamente rappresentativo della compagine sociale e con il più ampio consenso possibile¹³².

Più in generale, e in conclusione, occorre considerare l'effettiva utilità del superamento del metodo assembleare, così come quello dello svolgimento delle assemblee con modalità puramente "virtuali". Tale utilità risulta ancora controversa, sia nella prospettiva degli azionisti/investitori sia in quella delle società. Gli azionisti

127 Pederzini, *Intervento del socio*, cit., 973; Van der Elst, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, ECGI – Law Working Paper No. 188/2012. Diverso tema è se, come è stato prospettato in dottrina, una rimodulazione delle competenze assembleari che consentisse ai soci di deliberare anche in materia di gestione, almeno su alcune questioni riconducibili alla c.d. "alta gestione", potrebbe costituire un incentivo all'esercizio dei poteri di *voice* da parte degli investitori istituzionali: cfr. Rossi, *op. cit.*

128 In questi termini pone la questione Rossi, *op. cit.*

129 Si veda anche Notari, cit., 268, che sottolinea che «l'assemblea svolge la funzione di fissare un momento e un 'luogo' in cui gli azionisti possono contarsi e in dipendenza di ciò assumere le decisioni necessarie per l'impulso all'organizzazione sociale».

130 Cfr. il *Model Business Corporation Act* americano.

131 Cfr. Rossi, *op. cit.*

132 Atlante, Stella Richter jr., *Il recepimento in Italia della direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *Studi e materiali. Quaderni trimestrali. Consiglio Nazionale del Notariato*, 2010, 2, 439 ss.

temono che, a fronte di una potenziale maggiore facilità di partecipazione, il collegamento telematico riduca la possibilità di confronto dialettico con gli amministratori, che potrebbero più facilmente gestire ed eludere le domande e gli interventi più scomodi, e di interazione con gli altri azionisti. Le società, a fronte di potenziali minori costi organizzativi di un'assemblea virtuale rispetto a quella fisica, temono un'accresciuta imprevedibilità dell'esito delle votazioni, in relazione ai rischi di interruzione del collegamento e anche delle concrete regole di funzionamento del voto elettronico e della sua revoca¹³³.

Appare, dunque, ragionevole aspettarsi, nel breve-medio termine, un incremento delle assemblee "ibride", in cui accanto allo svolgimento della riunione in un luogo fisico e con la presenza dei soci si pongono sistemi di partecipazione con modalità telematiche. Si ritiene comunque opportuno intervenire per chiarire gli elementi di incertezza normativi tuttora presenti e per adattare le regole dello svolgimento dell'assemblea alle nuove tecnologie.

133 Better Finance, op. cit.; Fairfax, op. cit.

4 La *digital transformation* nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi

L. Brunelli (*) – G. Gasparri

4.1 *DLT e blockchain*: profili di carattere generale

L'introduzione di tecnologie a registri distribuiti (*DLT*) potrebbe rivelarsi decisiva per il futuro delle imprese, permettendo di assicurare con minori costi e maggiori risultati correttezza e trasparenza della gestione sociale, in vista della soddisfazione degli interessi non già dei soli *managers* o dei soci che li hanno nominati, ma, più in generale, di quanti hanno investito nella società.

In questo paragrafo si illustreranno le forme di impatto della *DLT* sui meccanismi di controllo aziendali e il contributo che tale tecnologia può fornire all'intensificazione del livello di sicurezza e al miglioramento dei processi di gestione dei rischi aziendali.

Ci si trova dinanzi a strumenti potenzialmente in grado di cambiare radicalmente i rapporti tra i protagonisti dei processi di controllo, contribuendo a garantire la completezza, l'adeguatezza, la funzionalità, l'efficienza e l'affidabilità dei processi di gestione del rischio. Le grandi imprese quotate e i relativi organi di vertice si trovano nel mezzo di una straordinaria transizione digitale e sono chiamati a compiere scelte di organizzazione, puntando non solo al potenziamento dei processi tradizionali, ma definendo altresì un percorso di innovazione che tenga conto anche dei rischi derivanti dal crescente impiego di *tools* digitali (si pensi, ad esempio, al tema del *cyber risk*)¹³⁴.

Preliminarmente, è necessario chiarire che cosa s'intenda con l'acronimo *DLT* e in cosa si differenzi dalla *blockchain*: la *Distributed ledger technology*¹³⁵ o, per meglio dire, le «*tecnologie basate su registri distribuiti*» vengono definite dalla legislazione italiana come «*le tecnologie e i protocolli informatici che usano un registro condiviso, distribuito, replicabile, accessibile simultaneamente, architetturealmente decentralizzato su basi crittografiche, tali da consentire la registrazione, la convalida, l'aggiornamento e l'archiviazione di dati, sia in chiaro sia ulteriormente protetti da crittografia, verificabili da ciascun partecipante, non alterabili e non modificabili*» (art.

(*) Livia Brunelli – Assonime, Area del Diritto Societario.

134 Sul punto, da ultimo, cfr. Abriani – Schneider, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale – Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021, 30 e ss. e Enriques – Zetzsche, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, 72, 1, 62 ss.

135 La *DLT*, nata come strumento di servizio per le criptovalute (la più nota delle quali è il bitcoin), è emersa come una tecnologia capace di apportare benefici per molti settori della finanza e dell'industria: la registrazione e la condivisione sicura dei dati transazionali, l'istituzione di processi automatizzati ed efficienti lungo la catena di approvvigionamento dei dati e il miglioramento della trasparenza lungo l'intera catena del valore sono alcuni esempi di tali benefici. Cfr. Wright – De Filippi, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Cambridge (MA), 2018; Davidson – Sinclair – de Filippi – Potts, *Blockchains and the economic institutions of capitalism*, in *Journal of Institutional Economics*, 14, 4, 2018.

8-ter, D.L. n. 135/18, convertito in legge, con modificazioni, dall'art. 1, co. 1, l. n. 12/19).

Un'ulteriore specificazione in merito alla definizione di *DLT* si rinviene nelle *best practices* di *secure design* per le architetture basate su registri distribuiti emanate dall'AGID (Agenzia per l'Italia Digitale) che definiscono i registri distribuiti quei «*sistemi informatici che gestiscono dati, transazioni o codici eseguibili (Smart Contracts) in modo il più possibile indipendente da un'autorità centrale attraverso l'utilizzo di data storage distribuito in correlazione con processi crittografici e sistemi decisionali decentralizzati*»¹³⁶.

Una *DLT* è, dunque, una sorta di "libro mastro" digitale condiviso (o *database*) che mantiene un elenco in continua crescita di "transazioni" tra i partecipanti relativamente a taluni *digital assets*. L'ordine lineare e cronologico delle transazioni nella catena viene esteso con nuove transazioni, che vengono aggiunte al blocco una volta convalidate, verificate e completate. La catena di transazioni è distribuita a un numero potenzialmente illimitato di partecipanti (i cosiddetti nodi) su un'architettura di rete *peer-to-peer*¹³⁷ (pubblica o privata)¹³⁸.

Si tratta di un sistema telematico che si differenzia dai tradizionali *database* (centralizzati o decentralizzati), in quanto ogni singolo nodo ha una copia identica del registro sul quale può intervenire col consenso degli altri nodi.

Le caratteristiche tecnologiche e informatiche della *DLT* garantiscono tre elementi essenziali per il mercato e per le transazioni: l'immodificabilità e sicurezza dei dati inseriti, in virtù della quasi assoluta impermeabilità a frodi esterne; la trasparenza, frutto dell'accessibilità (completamente o parzialmente pubblica) alle informazioni detenute dai nodi; la totale tracciabilità delle operazioni effettuate, con conseguente possibilità di aggiungere solo nuove informazioni in coda, mantenendo immutato lo storico delle informazioni già inserite.

136 AGID, *Linee Guida per la modellazione delle minacce ed individuazione delle azioni di mitigazione conformi ai principi del secure/privacy by design*, maggio 2020, 28 e ss.

137 Una rete *peer-to-peer* (o *P2P*), in estrema sintesi, è una rete di computer dove non esistono *client* e *server* "fissi", ma dove ogni computer ricopre contemporaneamente il ruolo di *client* o *server*.

138 Per rispondere all'esigenza di segregare gli accessi e/o differenziarli, alle *DLT* "*permissionless*" – gestite senza permessi, con possibilità per chiunque di partecipare e in cui tutti i nodi hanno gli stessi "diritti" (come nel caso di Bitcoin) – si affiancano le *DLT* "*permissioned*", in cui l'accesso può essere controllato. Cfr. Van der Elst – Lafarre, *Blockchain and Smart Contracting for the Shareholder Community*, in *EBOR*, 2019, 111 ss. Nelle *DLT permissioned* private tutti gli attori (nodi e utenti) sono censiti ed è possibile assegnare a ciascun ruolo il potere di eseguire delle operazioni o accedere ad alcune informazioni: un esempio classico in questo senso è la differenziazione tra validatore e mero utente. Ogni attore dovrà disporre di un'autorizzazione necessaria per effettuare specifiche attività e tale condizione costituisce una garanzia di maggior tutela della *privacy* e delle informazioni scambiate. Inoltre, per tale tipologia di *DLT*, data la presenza di una o più autorità che attribuiscono ruoli e accessi ai partecipanti, si introducono tematiche, legate alla *governance* e alla centralizzazione, che sono, invece, del tutto assenti per le *DLT* "*permissionless*", completamente decentralizzate. Al contrario, nelle *DLT permissioned* pubbliche i nodi sono conosciuti e sono gli unici a poter validare le transazioni, senza che vi siano distinzioni tra diverse tipologie di utenti. In queste *DLT* non è necessario disporre di un'autorizzazione per accedere ai dati scambiati tra i diversi attori o per sottomettere transazioni nella rete. Per ulteriori approfondimenti cfr. Yermack, *Corporate governance and blockchains*, in *Review of Finance* 21, 2017, 7-31; Reyes – Geslevich Packin – Edwards, *Distributed Governance*, 59, in *Wm. & Mary L. Rev. Online*, 2017 1, 24.

In forza di quest'ultima caratteristica ogni singolo "blocco" possiede al proprio interno un marcatore temporale (*time-stamp*) che permette la collocazione spazio-temporale di una determinata operazione. Questa tecnologia offre, pertanto, modalità avanzate di certificazione di attività e contenuti immessi nella catena di blocchi.

Una prima forma di *DLT* in cui il registro distribuito è strutturato da una catena di blocchi è la *blockchain*. Spesso si tende ad assimilare la *DLT* con la *blockchain* e a pensare che siano due termini equivalenti per indicare la stessa tecnologia. In realtà, la *blockchain* è una *species* del *genus* della famiglia delle *DLTs* e quindi, in sostanza, mentre tutte le *blockchains* possono essere qualificate come *DLTs*, non tutte le *DLTs* sono *blockchains*.

Peraltro, tanto nella *DLT* quanto nella *blockchain* le transazioni vengono convalidate da un algoritmo di consenso e crittografate tramite la funzione di *hash*, che fornisce una sorta di impronta digitale e rende non invertibile l'operazione. Il blocco, contenente un insieme di transazioni, viene calcolato basandosi sul codice del blocco digitale precedente e "incatenato" allo stesso tramite l'operazione di *hash*: ciò permette di creare la catena e di legare un blocco all'altro. Tutte queste operazioni rendono immutabili i dati caricati: anche solo una piccola modifica renderebbe, infatti, i codici crittografici incoerenti con l'algoritmo di consenso.

La *DLT* si pone, dunque, come una *trustless technology*, ovvero una tecnologia mediante la quale un insieme di soggetti, che non necessariamente si fidano gli uni degli altri, con o senza intervento delle regole di un ordinamento statale, condividono risorse informatiche all'interno di un ecosistema digitale, al fine di rendere disponibile agli utenti, in maniera certa e immutabile, un *database* virtuale.

La *DLT* sembra, dunque, essere in grado di sviluppare un rapporto collaborativo tra i vari attori coinvolti, incrementando la fiducia reciproca e riducendo i conflitti, in particolare grazie alla possibilità di fare affidamento su una versione storica degli eventi, univoca e pacificamente condivisibile, derivante dalla caratteristica dell'immutabilità.

4.2 Dati empirici sull'applicazione della *DLT*

La diffusione di queste nuove tecnologie è già una realtà a livello sia nazionale sia internazionale: lo dimostrano i dati raccolti dall'Osservatorio *Blockchain & Distributed Ledger* del Politecnico di Milano¹³⁹, che attraverso una mappatura di significativi progetti internazionali e italiani ha messo in evidenza le modalità attraverso cui le società utilizzano queste tecnologie e i processi su cui impattano.

Il 2021 è stato un anno significativo per lo sviluppo delle *DLTs*: l'emergenza COVID-19 non ha frenato la tendenza di crescita di questa tecnologia e il numero dei

¹³⁹ Osservatorio Blockchain & Distributed ledger del Politecnico di Milano, *Blockchain: the road to the next web revolution*, Gennaio 2022, 11 ss.

progetti "blockchain" implementati da parte di aziende e PP.AA. su scala globale è cresciuto notevolmente rispetto all'anno precedente.

Le iniziative internazionali censite dall'Osservatorio nel 2021 sono state 370 e, in base allo stato di avanzamento del progetto, sono state distinte in: 127 annunci, vale a dire progetti ancora nella fase iniziale, e 243 progetti concreti in una fase più avanzata. Nel 2021, il primo dato indicativo che emerge dalla ricerca è una crescita tanto dei "progetti concreti" (pari al 25%) quanto degli annunci (pari al 74%). Si tratta di un dato molto significativo, segno di un mercato più maturo, operativo e soprattutto consapevole dei benefici derivanti da queste nuove tecnologie e dal valore da esse apportato all'interno dei processi aziendali.

Le elevate potenzialità offerte da queste tecnologie emergono soprattutto dall'analisi delle modalità attraverso cui le aziende le sfruttano¹⁴⁰. Tra le abilità di queste tecnologie emerge: la capacità di "coordinamento dei dati"¹⁴¹; la loro verificabilità¹⁴²; la realizzazione di processi affidabili¹⁴³. È evidente che si tratta di abilità molto trasversali e che possono giovare a una moltitudine di applicazioni e processi.

Questo aspetto è messo in evidenza dall'analisi dell'Osservatorio sui principali casi di applicazione della *blockchain* classificati per settore. I progetti implementati nei diversi settori (*Finance, Government, Agrifood, Logistics, Utility, Insurance, Healthcare, Telecom*) riguardano, per lo più, il *Data & Document Management*; la gestione dei pagamenti e il *Tracking & Supply Chain Management* ai fini della tracciabilità lungo le filiere produttive.

Per quanto riguarda il mercato italiano, il settore attualmente più attivo nell'adozione delle tecnologie *Blockchain*, in termini di investimenti, è quello finanziario e assicurativo: secondo i dati dell'Osservatorio, esso rappresenta ben il 50% degli investimenti del 2021. Anche nel settore della P.A. si è registrata una forte crescita degli investimenti, soprattutto alla luce delle crescenti sperimentazioni nell'ambito del progetto *EBSI (European blockchain services infrastructure)*.

Sebbene la ricerca metta in evidenza moltissimi aspetti riguardanti *DLT* e *blockchain* (ad esempio, la diffusione, i principali settori di applicazione, i processi coinvolti) dando risalto alla diffusione di queste nuove tecnologie, non vengono approfonditi i profili di impatto sui meccanismi di controllo aziendali. Trattandosi di un fenomeno nuovo e, il più delle volte, ancora in una fase sperimentale, è possibile che manchino ancora elementi di valutazione e comparazione su tutti gli aspetti del

140 L'indagine è stata condotta dall'Osservatorio Blockchain & Distributed ledger del Politecnico di Milano su un campione di 500 progetti rientranti nella categoria "*Blockchain for business*" (focalizzati sull'incremento di efficienza dei processi aziendali attraverso le tecnologie Blockchain) censiti dal 2016 al 2021.

141 Nel 59% dei progetti esaminati questi sistemi vengono sviluppati principalmente per "*abilitare la riconciliazione di informazioni mantenute da diversi attori*" con lo scopo quindi di evitare l'insorgenza di possibili conflitti.

142 Nel 37% dei progetti queste tecnologie vengono utilizzate per attività di "notarizzazione" e quindi per registrare alcune caratteristiche di dati o documenti "*in modo che siano visibili e verificabili*" anche attraverso il relativo *timestamping*.

143 Ogni processo che venga eseguito su una blockchain rende verificabile ogni singolo passaggio. Quest'ultima abilità emerge nel 4% dei progetti esaminati.

fenomeno.

Per avere un primo quadro di riferimento sul mercato imprenditoriale italiano, ai circoscritti fini della presente analisi, si è preferito svolgere una preliminare indagine conoscitiva attraverso alcune interviste alle grandi aziende italiane che hanno implementato soluzioni *DLT/blockchain*. Si tratta di una metodologia che non ha alcuna pretesa di completezza, ma consente di svolgere qualche riflessione ulteriore sulla digitalizzazione dei profili del controllo interno.

È utile, preliminarmente, sintetizzare le possibili applicazioni della *DLT/blockchain* sulle principali funzioni di controllo interno, vale a dire la *compliance*, il *risk management* e l'*internal audit*.

4.3 Impatto della *DLT* sulle principali funzioni di controllo interno: *compliance, risk management e internal audit*

Le principali funzioni aziendali di controllo interno forniscono un contributo all'attuazione del *business* attraverso un'adeguata e integrata gestione dei dati¹⁴⁴. Sulla scorta di quanto sin qui riferito, una tecnologia articolata su *database* distribuiti potrebbe avere un impatto molto rilevante nella definizione di nuovi paradigmi di *control governance*, incidendo anzitutto sulla *compliance (data driven compliance)*¹⁴⁵, nonché sui processi di *internal audit*, i quali presentano diversi punti critici che potrebbero beneficiare dell'implementazione della *DLT*. Come detto, tale tecnologia fa, invero, leva sulla condizione di reciproca fiducia e robustezza dei dati derivante da una gestione dei processi informata agli stessi principi-cardine di un adeguato sistema dei controlli: trasparenza, tracciabilità, segregazione dei dati e chiara definizione di ruoli e responsabilità.

La *DLT*, consentendo il fedele censimento digitale di dati raggruppati in blocchi concatenati in ordine cronologico e protetti da crittografia per garantirne l'integrità, potrebbe, dunque, fornire un nuovo approccio al tema dei controlli, potendo garantire dati condivisi e certi, capaci di veicolare una nuova fiducia, funzionale alla gestione corretta e orientata delle attività imprenditoriali. L'effetto è quello di convertire il controllo in un *asset* fondamentale per migliorare i processi imprenditoriali¹⁴⁶, rendendoli più efficaci, nella prospettiva di contenere le perdite e di influenzare positivamente la redditività aziendale, così da generare valore per tutti i soggetti coinvolti. Tale impostazione ribalta il paradigma del controllo, finora concettualmente associato a una condizione di sfiducia nei meccanismi di gestione, e fa, invece, della fiducia basata su evidenze crittografiche il suo elemento portante (*technology of trust*).

144 Cfr. Piazza, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, in *Penn St. J. L. & Int'l Aff.*, 5, 2017, 262 ss.

145 Cfr. Stark, *Applications of Distributed Ledger Technology to Regulatory & Compliance Processes*, (May 5, 2017), http://www.finra.org/sites/default/files/2017_BC_Apps_DLT.pdf

146 Cariola, *Così la blockchain aggiorna i controlli interni*, in *Il Sole 24 ore*, 16 febbraio 2019.

La funzione di *compliance*, in particolare, abilitata dalle nuove tecniche e tecnologie necessarie per estrarre valore dai *big data* memorizzati attraverso soluzioni basate su appositi *analytics*, potrebbe essere interessata da una trasformazione sostanziale: dalla mera valutazione di conformità alle norme¹⁴⁷ transiterebbe, infatti, verso un approccio predittivo, finalizzato a far emergere *early warnings* e a consentire una tempestiva implementazione di azioni correttive. Si parla, in questo senso, di *compliance by design* per evidenziare la nuova capacità della funzione di porsi come *advisor* all'interno dell'impresa e di anticipare l'applicazione di disposizioni normative sempre più complesse.

La normativa, sempre più integrata con la tecnologia, verrebbe vista come un'opportunità, più che come vincolo esterno, e ciò, assieme al *data-driven approach* (in contrapposizione al tradizionale *human-centered approach*), contribuirebbe a stimolare una sempre maggiore valutazione combinata dei rischi e una crescente integrazione tra le diverse funzioni di controllo (*compliance*, *risk management* e *internal audit*). La condivisione e la cooperazione sono, infatti, aspetti di primaria importanza per armonizzare, razionalizzare e ottimizzare i controlli interni.

Superare, con l'ausilio di queste tecnologie, l'approccio a "silos" delle funzioni, favorirebbe la visione integrata nella gestione dei rischi, utile a indirizzare le priorità e l'uso più appropriato delle risorse.

Una lettura più critica e completa dell'esposizione aziendale ai rischi e la creazione di un raccordo tra le valutazioni qualitative e quantitative potrebbero essere favorite dalla realizzazione, in forma condivisa e integrata, di appropriati *dashboard* di monitoraggio, in grado di mostrare in tempo reale indicatori aziendali chiave.

La funzione di *compliance*, attraverso la *DLT*, potrebbe assumere un ruolo più strategico, attraverso una rilettura dei modelli organizzativi e operativi.

Un *compliance risk reporting* evoluto, in grado di superare le logiche attuali, postulerebbe, inoltre, un'infrastruttura adeguata di *continuous monitoring*, fondato su *database* solidi, competenze approfondite di analisi, qualità dei dati e accesso diretto alle informazioni, ad esempio, mediante il collegamento dei menzionati cruscotti, caratterizzati da linguaggi standard di *design* dell'interfaccia utente, nell'ambito di un'unica *DLT*.

In questa prospettiva, ad esempio, la funzione di *audit* interno potrebbe operare in maniera più efficiente e tempestiva. Di solito, infatti, i processi di *audit* vedono i revisori interni ricevere e analizzare svariati documenti in formato elettronico e manuale, con conseguente impiego di tempi significativi nell'analisi e interpretazione dei dati.

147 L'ambiente in cui la funzione di *compliance* si trova a operare si caratterizza, invero, per un aumento della produzione normativa e della sua complessità, per una crescita nei costi di conformità alla normativa, per un incremento del numero e dell'ammontare di sanzioni, nonché per un'accelerazione del processo di digitalizzazione.

Mentre la revisione tradizionale richiede la "spunta" e il test delle transazioni e dei saldi sui registri contabili delle imprese alla fine del periodo di riferimento, la *DLT* garantirebbe la registrazione immutabile delle transazioni, quasi in tempo reale. Tale disponibilità istantanea di informazioni sulle transazioni faciliterebbe lo sviluppo di un sistema di controllo continuo e consentirebbe ai revisori di ottenere i dati in tempo reale e in un formato coerente¹⁴⁸.

È evidente, da questo angolo visuale, che una maggiore efficienza può consentire, in prospettiva, un monitoraggio continuo e non solo periodico.

La *DLT* eliminerebbe la necessità di inserire le informazioni contabili in più *database* e potrebbe eliminare la necessità per gli *auditor* di riconciliare disparati registri, consentendo di risparmiare considerevoli quantità di tempo e di ridurre il rischio di errore umano.

Non è tuttavia pensabile, al momento, che, in un prossimo futuro, la riconciliazione dei dati contabili venga completamente automatizzata attraverso la *DLT*, in quanto sarà pur sempre richiesta una certa esperienza professionale degli *auditor* nel valutare l'accuratezza di transazioni contabili complesse. Tuttavia, è ragionevole ritenere che la disponibilità in tempo reale dei dati contabili offra immensi benefici per la loro riconciliazione.

I vantaggi degli *audit* continui, del monitoraggio in tempo reale e della riconciliazione dei dati contabili meno intensiva nel tempo potranno, peraltro, essere realizzati solo se diverse *DLT* utilizzate nelle attività vengono collegate fra loro, con conseguenti problemi di interoperabilità¹⁴⁹.

La possibilità di gestire registri di transazioni distribuiti fra soggetti diversi, la cui integrità e consistenza sono garantite da protezione crittografica e meccanismi di consenso distribuito, può incidere in maniera sostanziale anche sui problemi inerenti l'identificazione e la valutazione dei rischi aziendali: stanti le garanzie di inalterabilità ingegnerizzate nell'ambito della *DLT* (almeno ove *permissionless*), tale tecnologia è in grado di rappresentare uno strumento operativo coerente con l'obiettivo di aumentare la trasparenza informativa, così da consentire agli organi statuari di intraprendere tempestivamente le azioni correttive più appropriate a fronte di eventuali notizie di anomalie e irregolarità. In questo senso, la *DLT* può rivelarsi uno strumento essenziale nell'ottica della prevenzione dei rischi di impresa.

148 Cfr. Spoke, *How Blockchain Tech will Change Auditing for Good*, (July 11, 2015) <http://www.coindesk.com/blockchains-and-the-future-of-audit/>.

149 La futura diffusione di reti interoperabili *blockchain* potrebbe consentire a diverse *DLT* indipendenti di connettersi e diventare parte di un vero e proprio ecosistema *DLT*. In un futuro *multi-blockchain* si avrà probabilmente la comunicazione di modelli diversi in un'unica struttura: è quanto hanno in mente infrastrutture come Cosmos e Polkadot, in grado di collegare più *blockchain* indipendenti per sviluppare una rete decentralizzata, rendendo ogni *blockchain* una micro-componente di un sistema più grande (*parachains*) Cfr. Behlendorf, *Meet Hyperledger: An "Umbrella" for Open Source Blockchain & Smart Contract Technologies*, (2016, September 13), <https://www.hyperledger.org/blog/2016/09/13/meet-hyperledger-an-umbrella-for-open-source-blockchain-smart-contract-technologies>.

La *DLT* potrebbe essere un modo per garantire una piena condivisione delle informazioni, al fine di facilitare le attività di controllo: con l'uso di tale tecnologia potrebbero essere riunite in un unico blocco e registrate indelebilmente – in modo che tutte le strutture e le funzioni coinvolte nelle procedure di gestione del rischio le ricevano e le gestiscano simultaneamente – le informazioni rilevanti per l'identificazione e la quantificazione dei diversi rischi.

Infatti, nel caso di più attori con funzioni distribuite e con interessi potenzialmente contrastanti, la *DLT*, nella forma priva di un elemento di fiducia centralizzato (un amministratore del sistema *permissioner*), presenta rilevanti vantaggi, legati alla più ampia visualizzazione in tempo reale dei flussi informativi da parte delle varie funzioni di controllo e non solo (si pensi, ad esempio, agli organismi di vigilanza).

La *DLT* potrebbe, dunque, garantire che la distribuzione delle informazioni operi molto più rapidamente rispetto alle prassi attuali: dal momento che, attraverso la *DLT*, tutti i soggetti coinvolti potrebbero operare su un registro unico, dotato di elevata consistenza informativa. In questo modo sarebbe possibile, da un lato, ottimizzare i flussi informativi tra i vari attori, riducendo notevolmente le tempistiche degli scambi documentali, e, dall'altro lato, evitare errori di *reporting*, diminuendo così i costi di *monitoring*.

L'organo con funzione di supervisione strategica potrebbe, in particolare, risultare rafforzato dall'adozione di tali nuove tecnologie, beneficiando di un più ampio accesso alle informazioni aziendali, di una minore dipendenza dai flussi di informazioni provenienti dai delegati o dal *management* e di una maggiore velocità e sicurezza nelle comunicazioni.

Peraltro, anche ove fosse riconosciuto spazio alle tecnologie basate su registri distribuiti ad accesso ristretto (*private DLT*) e controllate solo da alcuni nodi autorizzati (*permissioned DLT*), gli attuali meccanismi di controllo si gioverebbero comunque di un significativo incremento qualitativo e riceverebbero un effettivo contributo alla gestione del rischio in tutte le aree operative: la diffusione di protocolli *math-based*, che implicano un alto livello di automazione nei processi di monitoraggio ed *enforcement* delle attività programmate, consentirebbe, infatti, uno scambio completamente trasparente, sicuro e in rete tra i vari attori responsabili della vigilanza e della valutazione dei rischi.

La *DLT* potrebbe, dunque, in ultima analisi, aprire nuovi spazi per ulteriori sviluppi nel facilitare i compiti di monitoraggio, oltretutto in vari altri campi della *corporate governance*.

Nonostante le suggestive potenzialità sin qui evidenziate, non sembra, peraltro, corretto attestare aprioristicamente che la *DLT* rappresenti la prodigiosa panacea per tutti i limiti del sistema di controllo interno¹⁵⁰.

150 Cfr. Low – Mik, *Pause the Blockchain Legal Revolution*, in *Int. Et Compar. Law Quart.*, 69(1), 2020, 135 ss.; McLean – Deane-John, *Demystifying Blockchain and Distributed Ledger Technology – Hype or Hero?*, (Apr. 5, 2016),

La *DLT* può aiutare – come detto – a diffondere tempestivamente e in modo sistematico e sicuro le informazioni e i documenti, ma, di per sé, non fornisce l'esperienza o la competenza necessarie per interpretare e valutare in tutte le loro implicazioni le informazioni contenute in quegli stessi documenti e per agire di conseguenza. Ad esempio, la *DLT* non è del tutto in grado di prevenire la possibilità che false informazioni vengano inserite all'interno del *ledger*¹⁵¹, facendo sì che, in alcuni contesti, sia ancora richiesta un'opportuna attività di controllo e certificazione, in funzione cosiddetta "oracolare"¹⁵², della documentazione *off-chain*.

Vale, poi, la pena di chiedersi se i benefici della decentralizzazione apportati dalla *DLT* valgano i costi necessari per raggiungerli, poiché sembra inevitabile mantenere comunque un certo livello di centralizzazione: i rapporti sottostanti saranno, infatti, necessariamente disciplinati da norme giuridiche e sarà, quindi, sempre necessario che il sistema sia in condizione di recepire e riflettere adeguatamente eventuali decisioni giudiziarie e modifiche legislative. Ciò può essere realizzato in modo affidabile solo concedendo un certo livello di autorità centrale a una parte con privilegi di amministratore del sistema, sia che si tratti dell'autorità giudiziaria o di un altro soggetto incaricato di riallineare lo stato del *ledger* con le statuizioni di volta in volta applicabili. Di conseguenza, una completa decentralizzazione appare complessa e certamente non attuale.

Si aggiunga che le affermazioni secondo cui la *DLT* sarebbe immutabile, inalterabile e inattaccabile, allo stato tecnologico attuale, non sono pienamente dimostrate: nelle stesse *DLT permissionless* il dato viene validato con meccanismi informatici (*proof of work*, *proof of stake*, etc.) la cui sicurezza non è intrinseca, ma si fonda su meccanismi di incentivo economico e, in ogni caso, l'immutabilità di una transazione può essere contestata e superata da una maggioranza del 50% + 1 dei nodi.

Peraltro, così come nei sistemi accentrati, la fiducia dei partecipanti è (obbligatoriamente o volontariamente) riposta sui soggetti che hanno ingegnerizzato il sistema, cosicché ogni nodo che partecipa a una *DLT* deve avere fiducia nei programmatori (se del caso, scelti dagli amministratori) – che hanno contribuito a plasmare come immune da errori e malfunzionamenti la concreta *DLT* implementata – e nei nodi autorizzati a validare le transazioni eseguite all'interno di questa (eventualmente individuati anch'essi dagli amministratori).

Nelle *DLT permissioned*, poi, per definizione, i soggetti in grado di validare le transazioni (*master nodes*) sono anche in grado di alterarle.

Infine, l'irrevocabilità e l'immutabilità delle istruzioni programmate tramite

<http://www.mofo.com/~media/Files/ClientAlert/2016/04/160405Blockchain.pdf>.

151 Nell'ambito informatico e statistico vale il principio denominato *GIGO* (*Garbage In, Garbage Out*), a significare che, se si prende in considerazione un dato di qualità scadente, il risultato del calcolo sarà errato.

152 I cosiddetti "oracoli" sono fonti informative terze, esterne alla *DLT*, *off-chain*, che con eventi e dati sono in grado di attivare gli *smart contract* caricati *on-chain*.

smart contract, una volta che questo sia stato inserito nella *DLT*, pur garantendo l'esecuzione automatica di quanto ivi previsto, possono frustrare le possibilità di intervento da parte dell'ordinamento o degli interessati, anche ove tali interventi appaiano pienamente legittimi.

4.4 Primi profili applicativi della *DLT* ed effetti sul sistema dei controlli

Per comprendere se quanto sopra esposto in merito alle potenziali applicazioni della *DLT/blockchain* nell'ambito del sistema dei controlli possa avere un riscontro concreto nella prassi si è provveduto a raccogliere le prime esperienze di alcune grandi imprese italiane di diversi settori (finanziario, energetico, industriale, etc.), che abbiano già implementato o stiano progettando soluzioni di impegno della *DLT/blockchain*.

L'indagine ha evidenziato, in primo luogo, che l'implementazione di tali tecnologie va ben oltre il ristretto ambito di applicazione legato al sistema dei controlli interni, investendo trasversalmente molti processi aziendali in forza di numerose applicazioni. Si riscontra, pertanto, sia un impatto diretto della *DLT* sul sistema dei controlli interni, sia un effetto indiretto sulla complessiva gestione aziendale, dal momento che, se la *DLT* è utilizzata in un processo, tale impiego si riverbera necessariamente sull'attività delle diverse funzioni coinvolte, anche al di fuori dell'ambito dei controlli.

È il caso, ad esempio, dell'uso della *DLT* per il *management* dei libri sociali e dei verbali digitali, un aspetto che, a prima vista, non sembra rientrare nel perimetro del sistema dei controlli in senso stretto. In realtà, questo tipo di gestione digitale permette non solo una migliore conservazione dei dati e documenti, ma garantisce un accesso in *real-time* all'organo di controllo e all'*internal audit*, quali funzioni sociali previamente abilitate attraverso un sistema di accesso controllato (*DLT permissioned*).

Naturalmente, per le imprese può essere difficoltoso implementare tali soluzioni, tanto più se si considera che si tratta di un settore in cui l'evoluzione è continua. Posto che il potenziale applicativo è molto significativo e opera trasversalmente rispetto alla generale attività di impresa, appare indispensabile elaborare conoscenze omogenee all'interno di un sapere multidisciplinare, individuando figure specializzate che, all'interno dell'impresa, gestiscano questi processi. L'impresa potrebbe prevedere la costituzione di appositi *team*, composti da personale eterogeneo (ad esempio, esperti *ICT* e consulenti legali), in modo tale che lo sviluppo di queste nuove tecnologie da parte degli esperti *ICT* sia assistito da esperti del sistema di controllo societario dell'impresa.

Dalla sperimentazione in corso nei diversi ambiti gestionali emerge una domanda di standardizzazione in termini di linguaggi, di codici ai fini dell'interoperabilità da parte di soggetti qualificati. Tale maggiore standardizzazione, accanto a una mitigazione dei rischi derivanti dall'uso della *DLT/blockchain*, non solo incoraggerebbe le imprese che le abbiano già implementate o che le stiano sperimentando, ma accrescerebbe anche la fiducia di tutti quei *players* di mercato che le

stanno sperimentando o che non le hanno ancora adottate per timore dei potenziali rischi, in particolare *ICT* o di *cyber security*.

L'adozione di queste nuove tecnologie presenta sicuramente dei rischi, ma un loro impegno nell'ambito dei controlli di secondo livello (*risk management* e *compliance*) e nell'*internal audit* (il cosiddetto terzo livello) sembra garantire maggiore sicurezza, in termini di *cyber attack*, rispetto a un loro uso massiccio nell'ambito dei controlli diretti (i cosiddetti controlli "di linea").

Nel medio-lungo periodo si potranno probabilmente anche ulteriori rischi di natura diversa da quelli più strettamente tecnologici: si pensi, ad esempio, all'elevato grado di concentrazione dell'offerta di queste tecnologie, nel caso in cui l'impresa intenda rinunciare a soluzioni *in-house* per rivolgersi a fornitori esterni. In un mercato ancora molto piccolo e in una fase sperimentale, il rischio che si possano creare dei monopoli o degli oligopoli collusivi nella fornitura è molto concreto. Per prevenire questo genere di rischi e per evitare fenomeni di eccessiva dipendenza da un ristretto numero di fornitori le imprese potrebbero attrezzarsi per implementare questi sistemi internamente o per personalizzarli efficacemente.

È, peraltro, innegabile che per riuscire a implementare questi sistemi in piena autonomia servirebbe un altissimo livello di *know-how*, non solo rispetto a quanti sarebbero investiti dell'incarico di creare e codificare il *ledger* in questione, ma anche in relazione al complesso dei fruitori del sistema, quantomeno in termini di formazione continua. Solo un altissimo livello di conoscenza dei nuovi sistemi potrà, infatti, permettere alle imprese di sfruttarne tutte le potenzialità, beneficiando dei progressi metodologici offerti dalla tecnologia, ma, nel contempo, scongiurando le potenziali gravi complicanze legate a una scarsa accuratezza, robustezza e resilienza dei sistemi stessi.

La crescente centralità degli aspetti dell'organizzazione aziendale in funzione di controllo e prevenzione dei rischi e le connesse responsabilità per l'impresa spingono, dunque, le imprese a sperimentare l'uso delle nuove tecnologie in funzione di miglioramento dell'efficienza dei sistemi di controllo interno e a dotarsi di apparati di sorveglianza in grado di monitorare nel continuo le risposte di appositi sistemi automatizzati a fronte di stimoli provenienti dall'ambiente esterno (si pensi alla sensoristica *wireless IoT* combinata all'impiego dell'intelligenza artificiale), nella prospettiva di approntare e configurare appositi strumenti di reazione (*early warnings, alert* e *triggers*) che siano coerenti con la ben più rapida azione delle *smart technologies* rispetto all'intelligenza umana.

Attraverso le più recenti tecnologie dell'informazione e della comunicazione (*ICT*) – in particolare, oltretutto mediante la *DLT*, anche grazie all'uso di piattaforme digitali di *Governance, Risk&Control*¹⁵³, in grado di gestire il *workflow* delle informa-

153 Cfr. Racz - Weippl - Seufert, *A Frame of Reference for Research of Integrated Governance, Risk and Compliance (GRC)*, in Aa.Vv., a cura di De Decker - Schaumüller-Bichl, *Communications and Multimedia Security, Lecture Notes in Computer Science*, vol. 6109, 2010, Berlin, Heidelberg, 106 ss.

zioni – molti profili relativi ai controlli interni potrebbero essere radicalmente snelliti, semplificati e velocizzati. Tali innovazioni potrebbero, infatti, consentire di risolvere molto più facilmente che in passato i problemi dell'affidabilità, della certezza, dell'accuratezza, della trasparenza e della riservatezza delle procedure svolte e dei dati raccolti in sede di *internal audit* o nell'ambito della *compliance*, riducendo così i tempi e i costi delle relative attività di verifica e *assurance*¹⁵⁴.

La *DLT* potrebbe, in ultima analisi, rivelarsi un vero e proprio *asset* strategico, utile a innalzare la capacità di gestione dei rischi della singola impresa e la *risk resilience* del sistema economico in generale, stante la sua capacità di mitigare in modo efficiente ed efficace le minacce generalmente presidiate dai sistemi di *risk management*.

Attraverso l'immediato interscambio di informazioni relative alle anomalie e alle carenze rilevate nel processo di gestione dei rischi, la *DLT* potrebbe consentire di migliorare il coordinamento delle differenti funzioni di controllo nell'ambito della valutazione dei rischi e della definizione e implementazione di controlli volti alla mitigazione degli stessi, fino a consentire lo sviluppo di un'attività di vera e propria *risk intelligence*.

Implementare all'interno dell'organizzazione aziendale un *tracking* continuo di raccolta e condivisione dei dati-chiave, dei documenti e delle informazioni rilevanti consentirebbe di integrare efficacemente nel contesto dei processi di pianificazione strategica l'attività di analisi e di misurazione dei rischi suscettibili di impatto sul raggiungimento degli obiettivi di *business*, giovando in tal modo all'attività di indirizzo e di alta direzione dell'organo gestorio.

I sistemi, attraverso algoritmi sviluppati in base a logiche di controllo *risk-based*, potrebbero confrontare tra loro le molteplici informazioni inserite e identificare le eventuali anomalie dovute all'incoerenza dei dati forniti. Un controllo continuo, automatico e ben strutturato, propiziato anche da strumenti di *Robotic Process Automation* e di *advanced data analytics* da utilizzare in fase di *data collection*, potrebbe limitare fortemente il rischio di generare situazioni di *non-compliance* e migliorare gli stessi controlli tradizionali, che potrebbero contare su *data set* più accurati e attendibili e su risorse maggiori.

Per ottenere risultati significativi nella prospettiva di un'evoluzione tecnologica sempre più marcata da parte delle imprese occorrono, peraltro, investimenti e un convinto *commitment* da parte di tutti gli attori coinvolti, ivi inclusi il legislatore e i *regulators*, nel ricercare, proporre e promuovere lo sviluppo, l'attuazione e l'adozione in ambito societario delle *smart technologies*.

154 Cfr. Dai – Vasarhelyi, *Toward blockchain-based accounting and assurance*, in *Journal of Information Systems*, 31 (3), 2017, 5 ss.

5 L'interferenza della digitalizzazione nei processi di *governance* con il regime di protezione dei dati personali

C. Giustolisi – E. Ruzzi – F. Ruggeri (*)

5.1 Premessa

Nell'attuale contesto socioeconomico, i modelli di *business* e i sistemi di *corporate governance* sono al centro di una profonda e rapida trasformazione, trainata dall'adozione di nuove e sempre più sofisticate soluzioni tecnologiche.

L'impiego degli strumenti digitali porta con sé la promessa di semplificare i processi decisionali all'interno delle organizzazioni complesse, ma pone altresì dubbi e incertezze sull'impatto che tali strumenti – sovente completamente indipendenti dall'intervento dell'uomo – possono avere sui diritti e sulle libertà delle persone fisiche, segnatamente in materia di protezione dei dati personali.

La dottrina ha cercato di individuare quali compiti, tra quelli attualmente svolti dagli amministratori di società, possano beneficiare dell'apporto reso dalle nuove tecnologie. Già da tempo queste ultime sono, infatti, ampiamente utilizzate per facilitare e accelerare lo svolgimento di compiti di carattere amministrativo (dalla semplice gestione dell'agenda al coordinamento del personale), così permettendo di sbloccare risorse – su tutte, il tempo – verso altre attività strategiche per una società.

In particolare, l'utilizzo di *software* o sistemi (più o meno riconducibili nel paradigma dell'intelligenza artificiale) in grado di individuare e selezionare informazioni rilevanti all'interno di vasti set di dati "grezzi" consentirebbe al *top management* di diminuire sensibilmente la quantità di tempo e risorse dedicati alla formazione di un adeguato bagaglio informativo sulla gestione sociale e sulle iniziative da intraprendere.

In tal senso, ben può ritenersi che l'impiego delle capacità analitiche e predittive dell'intelligenza artificiale – in grado di processare enormi quantità di dati per rivelare informazioni o *pattern* non immediatamente ricavabili – rappresenti un valido strumento per agevolare e rafforzare il dovere istruttorio nelle relazioni endosocietarie e nell'esercizio delle funzioni gestorie¹⁵⁵, diminuendo considerevolmente il rischio che le proposte o le decisioni siano viziate da *deficit* informativi, in un'ottica di efficientamento dell'attività di *governance*.

(*) Claudia Giustolisi – Università degli Studi Roma Tre;
Edoardo Ruzzi – Università degli Studi Roma Tre;
Federico Ruggeri – Sapienza Università di Roma.

¹⁵⁵ In proposito, si veda Montagnani, *Flussi informativi e doveri degli amministratori delle società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato*, 2, 2020, 98.

Non si tratta, peraltro, di scenari meramente ipotetici, essendo già esistenti sul mercato diverse soluzioni *software* progettate per ottimizzare il sistema degli scambi informativi e il lavoro consiliare. Ci si riferisce, in particolare, ai cosiddetti *board management softwares*, le cui funzionalità spaziano dalla semplice organizzazione da remoto delle attività collegiali all'offerta di strumenti di *analytics* per semplificare l'elaborazione dei piani finanziari e la pianificazione operativa e strategica¹⁵⁶, contribuendo a una sostanziale riduzione delle asimmetrie informative e dei costi di agenzia tipici delle organizzazioni complesse¹⁵⁷.

In ogni caso, il funzionamento di nuove e sofisticate tecnologie digitali non di rado presuppone l'utilizzo di enormi *dataset* e l'elaborazione di dati personali, nel qual caso si rende necessario che le società adeguino gli strumenti informatici agli obblighi normativi imposti dal Regolamento (UE) 2016/679 (*GDPR*) e dalla normativa interna di attuazione (D. lgs. n. 101/18).

5.2 *Digital transformation* delle società quotate: profili di rischio nel trattamento dei dati personali

La società che compie operazioni di trattamento di dati personali assume *ex lege* la qualifica di titolare del trattamento, come indicato dall'art. 4, § 1, n. 7, *GDPR*. Tale figura, riferita tanto alle persone fisiche quanto a quelle giuridiche, determina le finalità e le modalità del trattamento ed è, al contempo, responsabile dell'ottemperanza al quadro normativo in materia di protezione dei dati personali.

Naturalmente, nell'ambito di una compagine societaria è il legale rappresentante *pro tempore* il soggetto chiamato a farsi carico delle azioni e delle responsabilità attive e passive discendenti dalle attività di trattamento dei dati personali poste in essere nell'esercizio delle funzioni e nel perseguimento dello scopo della stessa società.

Non di rado avviene, però, che il titolare ritenga di delegare, per ragioni sostanzialmente organizzative, le attività di trattamento dei dati ad uno o più soggetti esterni – i cosiddetti responsabili del trattamento¹⁵⁸ – che opereranno quale *longa manus* e che, conseguentemente, svolgeranno il proprio ruolo in via strumentale e dipendente dalla figura del titolare. Difatti, essi sono completamente privati di qualsiasi margine di autonomia decisionale, per ciò che concerne le finalità del trattamento dei dati degli interessati (ovvero delle persone fisiche interessate dal trattamento), che restano una prerogativa assoluta del titolare.

¹⁵⁶ Montagnani, *Flussi informativi*, cit., 91.

¹⁵⁷ Cfr. Phillips-Wren, *AI Tools in Decision Making Support Systems: A Review*, in *International Journal on Artificial Intelligence Tools*, vol. 20, n. 10, 2012, 1.

¹⁵⁸ Dal tenore della normativa, si attende che tale figura possieda delle competenze specialistiche di natura sia giuridica che tecnico-informatica in materia di trattamento, con particolare riferimento ai profili di sicurezza dello stesso (Mantelero, *Gli autori del trattamento dati: titolare e responsabile*, in *Giur. it.*, 12, 2019, 2801.

La nomina del responsabile del trattamento costituisce, pertanto, una forma di espressione del principio di *accountability*, che scandisce ogni attività compiuta dal titolare del trattamento, in virtù degli obblighi in capo ad esso posti dal *GDPR*¹⁵⁹, e a cui il titolare è tenuto ad adeguarsi (oltre a dover dimostrare di aver pienamente rispettato la normativa *privacy* vigente¹⁶⁰).

L'accertamento dei soggetti attivi nelle operazioni di trattamento dei dati personali consente altresì di individuare i responsabili di un eventuale trattamento effettuato in violazione dei diritti degli interessati (ad esempio, quando siano messe a repentaglio la sicurezza e l'integrità dei dati personali raccolti). Tali soggetti sono, infatti, tenuti ad adottare, prima ancora di procedere al trattamento in senso stretto, adeguate misure tecniche e organizzative che risultino concretamente idonee ad annullare o almeno a mitigare il rischio connesso a ciascuna attività di raccolta, elaborazione o diffusione di dati (art. 32, *GDPR*).

In questo senso, si è soliti riferirsi al principio della *privacy by design* cristallizzato dal legislatore europeo nell'art. 25, *GDPR*, inteso come dovere di introdurre, sin dalla fase di progettazione del trattamento, un elevato *standard* di protezione dei dati degli interessati.

La corretta applicazione della *privacy by design* richiede al titolare di intervenire tanto sugli aspetti tecnici quanto su quelli organizzativi. Con riferimento alle misure tecniche, ci si riferisce all'utilizzo di strumenti idonei a tutelare efficacemente i dati trattati (ad esempio, l'adozione di *software* in grado di realizzare automaticamente la pseudonimizzazione dei dati oppure la predisposizione di processi di registrazione *on-line* che rispettino la riservatezza delle identità personali coinvolte). Sotto il profilo organizzativo, il titolare è chiamato alla predisposizione di procedure aziendali a garanzia del trattamento dei dati, in particolare determinando l'organigramma dei soggetti deputati a eseguirlo, anche alla luce della trasversalità della materia, che interessa, al contempo, le funzioni legali, tecniche e commerciali della società (ad esempio, stabilendo regole di utilizzo dei dispositivi elettronici da parte dei dipendenti o prevedendo diversi profili di accesso ai dati personali nell'ambito dell'organizzazione aziendale¹⁶¹).

¹⁵⁹ Tale principio, generalmente tradotto come principio di rendicontazione o di responsabilità, impone al titolare del trattamento di valutare la correttezza dello stesso, anche al di là di ciò che concerne i suoi requisiti di liceità. Il titolare deve valutare la natura dei dati che tratta, il contesto, i rischi e i costi dello svolgimento della sua attività, così da poter individuare le più opportune misure di sicurezza da adottare, che a loro volta costituiranno oggetto di un monitoraggio costante affinché rimangano sempre proporzionate e adeguate allo scopo. Per esempio, in relazione all'acquisizione del consenso dell'interessato al trattamento dei dati che lo riguardano, il titolare è espressamente chiamato a verificare i rischi insiti nel trattamento eseguito nel caso concreto, le misure più idonee a contrastarli o le modalità di utilizzo dei dati, e ciò alla luce di una concezione dinamica della liceità del trattamento che richiede una costante attività di verifica e aggiornamento a tutela del diritto alla protezione dei dati personali delle persone coinvolte.

¹⁶⁰ Finocchiaro, *Introduzione al regolamento europeo sulla protezione dei dati*, in *NLCC*, 1, 2017, 11.

¹⁶¹ Ratti, *Art. 25 GDPR – Commento*, in D'Orazio, Finocchiaro, Pollicino, Resta (a cura di), *Codice della privacy e Data protection*, Milano, 2021.

Nel momento in cui l'ampio utilizzo di sistemi e soluzioni digitali totalmente automatizzati (si pensi, a titolo esemplificativo, ai sistemi d'intelligenza artificiale impiegati nella selezione del personale) può incidere direttamente sulla sfera giuridica soggettiva del singolo, deve comunque considerarsi il rischio che, per ragioni imprevedibili nella fase di progettazione, possano scaturire conseguenze lesive sui diritti e sulle libertà dell'interessato¹⁶².

Sul punto, va segnalato un certo grado di diffidenza da parte del legislatore dell'UE nei confronti dei processi decisionali totalmente demandati alle macchine: la disposizione, infatti, sancisce un generale divieto di sottoporre le persone fisiche a una decisione «*basata unicamente sul trattamento automatizzato che produca effetti giuridici che lo riguardano o incida in modo analogo significativamente sulla sua persona*». Non si tratterebbe, tuttavia, di un divieto assoluto, in quanto il secondo paragrafo dello stesso articolo contempla alcune ipotesi di carattere eccezionale per cui è ammesso il ricorso all'*automated decision-making*, nelle ipotesi in cui: ciò sia necessario per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e il titolare del trattamento; il processo decisionale automatizzato sia ammesso in forza del diritto dell'UE ovvero dello Stato membro cui il titolare è soggetto; l'interessato presti il suo consenso esplicito a tale modalità di trattamento. In ogni caso, deve necessariamente sussistere la specificazione di adeguate misure a tutela dei diritti, delle libertà e dei legittimi interessi dell'interessato, come «*il diritto di ottenere l'intervento umano da parte del titolare del trattamento, di esprimere la propria opinione e di contestare la decisione*» (art. 22, § 3, *GDPR*). Si tratterebbe, in proposito, di un diritto a una decisione elaborata non unicamente sulla base di ragionamenti logico-matematici, ma anche sull'impiego della sensibilità necessaria per cogliere le sfumature tra gli interessi e le circostanze in gioco: si pensi al rispetto di diritti fondamentali come la dignità, che sottostanno alla scelta di trattamento e che non sono sempre traducibili nel codice di programmazione dei *software*¹⁶³.

La norma sembra così conservare la stessa *ratio* di cui al previgente art. 15 della Direttiva 95/46/CE, che, pur non vietando in modo assoluto il ricorso a meccanismi totalmente automatizzati, intende comunque evitare che gli elementi così elaborati «*esauriscano la base conoscitiva degli atti che presuppongono una valutazione dell'interessato e che incidono, anche indirettamente, sulla relativa sfera personale*»¹⁶⁴.

Il dato normativo, tuttavia, non chiarisce il contenuto delle misure appropriate a tutela dell'interessato, piuttosto limitandosi a prevedere un generico "intervento umano". Sotto un profilo operativo, sono, dunque, le linee guida del *Gruppo dell'articolo 29 per la tutela dei dati (Article 29 Working Party o WP29)*, dedicate all'art. 22, *GDPR*, a evidenziare come l'intervento soddisfi le condizioni del *GDPR* e sia,

162 Troisi, *AI e GDPR: l'Automated Decision Making, la protezione dei dati e il diritto alla 'intelligibilità' dell'algoritmo*, in *European Journal of Privacy Law & Technologies*, 1, 2018.

163 Falletti, *Decisioni automatizzate e diritto alla spiegazione: alcune riflessioni comparatistiche*, in *Dir. informaz. informatica*, 2020, 2, 179.

164 Così Buttarelli, *Banche dati e tutela della riservatezza*, Milano, 1997, 342-343.

perciò, qualificabile come "umano", laddove sia realizzato da un soggetto supervisore che abbia i poteri e le competenze per modificare l'esito della decisione automatizzata, in ciò venendo meno l'ipotesi di un controllo dell'uomo che sia meramente simbolico¹⁶⁵.

Tanto prima dell'implementazione quanto nello svolgimento delle sue funzioni, per un *software* che esegua il trattamento di dati personali devono, in ogni caso, disporsi delle «*misure tecniche ed organizzative adeguate per garantire, ed essere in grado di dimostrare, che il trattamento è effettuato conformemente al Regolamento*» (art. 24, *GDPR*). Tale operazione è, ovviamente, affidata alle figure del titolare del trattamento, che determina le finalità, e del responsabile del trattamento. A tal fine è, dunque, essenziale che il titolare del trattamento compia una preventiva valutazione circa i rischi che potrebbero intercorrere per le persone fisiche interessate dalla procedura.

Sebbene la normativa europea non abbia provveduto a fornire un'elencazione tassativa delle «*misure tecniche ed organizzative*» di gestione del rischio, come anche un qualsiasi riferimento a generali criteri di individuazione dei possibili strumenti di intervento, per alcune specifiche ipotesi gli artt. 35 e 36, *GDPR*, sopperiscono a tale mancanza, definendo apposite regole procedurali¹⁶⁶.

L'art. 35 *GDPR* descrive, innanzitutto, un procedimento formalizzato di valutazione del rischio (*Data Protection Impact Assessment - DPIA*) per il caso in cui il trattamento, per come progettato, possa seriamente compromettere i diritti e le libertà delle persone fisiche, a tal fine dovendosi tenere conto della natura, dell'oggetto, del contesto e delle finalità dello stesso. Valutazione che, in particolare, assume i caratteri dell'obbligatorietà, laddove il trattamento dei dati personali sia realizzato con l'implementazione di nuove tecnologie (art. 35, § 3, *GDPR*). Peraltro, rispetto alla formulazione maggiormente restrittiva di cui al citato art. 22 *GDPR*, è richiesto il ricorso alla *DPIA* non solo laddove il trattamento sia interamente automatizzato, bensì anche nel caso in cui il processo decisionale sia soltanto in parte eseguito da una macchina¹⁶⁷.

La valutazione in questione trova luogo già in fase di progettazione del sistema di trattamento dei dati personali, in ossequio al ricordato principio della *privacy by design*, così da garantirne la conformità al dettato normativo. Gli sviluppatori e i soggetti concretamente responsabili della gestione dei dati dovranno, pertanto, collaborare in stretta sinergia, sin dalle prime fasi di realizzazione del progetto, anche in considerazione dei maggiori costi che andrebbero sostenuti a fronte della necessità

165 WP29, *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del Regolamento 2016/679*, 2018, 20.

166 Mantelero, *La gestione del rischio*, in Finocchiaro (a cura di), *La protezione dei dati personali in Italia. Regolamento UE n. 2016/679 e d.lgs. 10 agosto 2018, n. 101*, Bologna, 2019, 492.

167 Come specificato in WP29, *Linee guida*, cit., 29.

di modificare radicalmente le operazioni di trattamento in conseguenza dell'esito della valutazione di impatto¹⁶⁸.

In particolare, il WP29 ha specificato che la valutazione di impatto non si esaurisce nella fase anteriore al trattamento, ma rappresenta un processo continuo, diretto a influenzare i processi decisionali aventi a oggetto il trattamento stesso. Tale analisi non deve, dunque, ridursi a un mero report *ex ante*, dovendo piuttosto rappresentare una progressiva valutazione che si sviluppi anche nella fase di implementazione del trattamento.

Laddove dalla valutazione di impatto emergano elevati profili di rischio e il titolare del trattamento non ritenga che le misure adottate o adottabili siano idonee alla riduzione dei suddetti rischi ovvero «*il rischio non possa essere ragionevolmente attenuato in termini di tecnologie disponibili e costi di attuazione*»¹⁶⁹, lo stesso, prima di procedere al trattamento, è tenuto a consultare l'autorità di controllo, ai sensi dell'art. 36 *GDPR*.

In tal caso, la disciplina richiede, dunque, che il Garante per la protezione dei dati personali, riscontrata l'effettiva impossibilità del titolare di provvedere adeguatamente da sé, proceda con l'emanazione di un parere entro il termine – di regola – di otto settimane. Tale intervento, di natura soltanto eventuale, si riferisce miratamente a una casistica che presenti particolari elementi di complessità e rischio, in ciò potendosi comprendere l'attribuzione in capo all'autorità di una funzione di *gate keeper*, e dunque di controllore ultimo, a chiusura del sistema, della sussistenza di motivi a violazione del *GDPR*¹⁷⁰.

5.3 L'informatizzazione del procedimento assembleare: i presìdi a tutela della riservatezza dei dati personali

L'attuale emergenza sanitaria ha reso di stretta attualità il tema delle possibili interferenze tra i presìdi a tutela della riservatezza dei dati personali e lo svolgimento delle assemblee delle società quotate con modalità di collegamento da remoto.

Non si tratterebbe, d'altro canto, di un'assoluta novità in ambito societario, in quanto, già a partire dalla riforma del 2003, le disposizioni codicistiche ammettono la sostituzione della partecipazione all'assemblea mediante presenza fisica con la partecipazione attraverso mezzi di telecomunicazione¹⁷¹.

168 Mantelero, *La gestione del rischio*, cit., 504–505.

169 Così il *considerando* n. 94 del *GDPR*.

170 Sartore, *La valutazione d'impatto nel GDPR*, in Panetta (a cura di), *Circolazione e protezione dei dati personali, tra libertà e regole del mercato*, Giuffrè, Milano, 2019, 345.

171 In dottrina, *inter alia*, Salafia, *L'intervento nell'assemblea della s.p.a. e della s.r.l.*, in *Soc.*, 2004, 672 ss.; Turelli, *Assemblea di società per azioni*, cit., 116 ss.; Id., *Assemblee di società per azioni ed esercizio del diritto di voto*, cit., 445 ss. e, da ultimo, Magliulo, *Le nuove tecnologie informatiche ed il rispetto del metodo collegiale*, in *Notariato*, 2019, 378 ss.

Come già illustrato in precedenza al cap. 3, l'impiego delle tecnologie informatiche nell'assemblea della società per azioni trova la sua disciplina primaria negli artt. 2370, comma 4, c.c. e 127, TUF¹⁷², i quali, rispettivamente, prevedono la possibilità che lo statuto contempra l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione oppure l'espressione del voto in via elettronica e, con riferimento alle sole società quotate, demandano alla CONSOB il compito di determinare con regolamento le modalità di svolgimento dell'assemblea nelle ipotesi indicate.

Pertanto, il crescente ricorso a strumenti telematici in tale ambito ha fatto sì che la disciplina in esame, da ipotesi alternativa all'ordinaria modalità di svolgimento delle assemblee tradizionali, sia diventata, nel tempo, modalità effettiva di svolgimento delle assemblee *on-line*, sollevando una serie di questioni applicative a cui la disciplina di riferimento non ha ancora trovato soluzione. Si pensi, ad esempio, agli aspetti – già menzionati *supra* – relativi all'identificazione degli azionisti collegati; ai requisiti di sicurezza del sistema informatico; alla tutela della riservatezza dei lavori assembleari; alle conseguenze dell'interruzione del collegamento remoto durante lo svolgimento della riunione; alla registrazione della riunione¹⁷³.

Lo scoppio della pandemia e l'introduzione delle misure di sicurezza volte a prevenire gli assembramenti e lo svolgimento di riunioni fisiche, in luoghi pubblici e privati, ha fatto nuovamente emergere alcune delle criticità esposte, soprattutto in ragione dell'impossibilità assoluta di svolgimento delle assemblee con le modalità tradizionali. Si è già più sopra riferito che l'art. 106, D.L. n. 18/20, ha introdotto alcune misure emergenziali che incidono sulle modalità di svolgimento delle assemblee delle società di capitali e cooperative, concedendo, tra l'altro, la possibilità che queste si svolgano anche ove non sussista un'apposita previsione statutaria¹⁷⁴.

La disciplina emergenziale in materia ha dato altresì risalto ad alcune questioni interpretative attinenti alla tutela della *privacy*, per lo più di natura applicativa, che, seppur emerse a seguito dello scoppio della pandemia, prescindono da

¹⁷² Modificati entrambi dal d. lgs. 27/2010 di attuazione della SHRD.

¹⁷³ Per un approfondimento sul rapporto tra assemblea tradizionale ed assemblea a distanza v. Cabras, *L'assemblea in videoconferenza nelle società di capitali*, in *Vita not.*, 2001, 577 ss.; Demuro, *Partecipazione virtuale alle riunioni collegiali di società*, in *Giur. comm.*, 2002, II, spec. 399, nt. 3 e 407, nt. 36; Marchetti, *La "prudente innovazione" dell'assemblea virtuale*, in *Notariato*, 2001, 221 ss.; Palmieri, *Diritto societario virtuale: la videoassemblea diventa realtà*, in *Contr. e impr.*, spec. 830, nt. 1 e 833, nt. 9. In senso analogo, Cian, *L'intervento*, cit., 1074 ss.; Pederzini, *Intervento del socio*, cit.

¹⁷⁴ La disciplina emergenziale ha previsto inoltre: (i) le società possono prevedere, mediante apposita indicazione contenuta nell'avviso di convocazione, che il voto sia espresso in via elettronica o per corrispondenza e che la partecipazione possa avvenire mediante mezzi di telecomunicazione anche in deroga a diverse disposizioni statutarie (art. 106, comma 2, prima frase); (ii) le società possono altresì prevedere che la partecipazione avvenga esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, senza necessità che il presidente e il segretario o il notaio si trovino nel medesimo luogo (art. 106, comma 2, seconda frase); (iii) le società quotate possono avvalersi del rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies* TUF anche in deroga a diverse disposizioni statutarie (art. 106, comma 4, prima frase); (iv) le società quotate possono altresì prevedere, mediante apposita indicazione contenuta nell'avviso di convocazione, che la partecipazione dei soci avvenga esclusivamente mediante il rappresentante designato ai sensi dell'art. 135-*undecies* TUF, con facoltà di attribuire al medesimo anche le deleghe o subdeleghe c.d. ordinarie di cui all'art. 135-*novies* TUF (art. 106, comma 4, seconda frase). Per una disamina approfondita sulla disciplina emergenziale cfr. Marchetti, *Notari, Diritti dei soci*, cit., 428.

quest'ultima, posto che la digitalizzazione del procedimento assembleare sembra un fenomeno accolto con apprezzamento da più parti.

Per quanto concerne il trattamento dei dati personali degli azionisti che partecipano da remoto all'assemblea, il tema è per lo più connesso con quello dell'identificazione di quest'ultimi, al fine di consentire la partecipazione in assemblea. La questione, tuttavia, non ha sollevato particolari criticità con riferimento ai presidi posti a tutela di tali dati personali. Le società sono, infatti, tenute all'osservanza delle medesime prescrizioni in tema di *"Informativa e consenso al trattamento dei dati personali"*.

Un aspetto che ha, invece, sollevato perplessità in termini di tutela riguarda il tema della registrazione delle assemblee tenute a distanza in video-conferenza, nell'ipotesi in cui dalle stesse risultino desumibili dati personali che possano ricondurre all'identità personale dei partecipanti. Il codice civile non fa, infatti, alcun accenno alla possibilità di registrare le riunioni con strumenti elettronici. Pertanto, lo statuto sociale può consentire o vietare le registrazioni delle riunioni. Se lo statuto tace sul punto, non essendo dettata una specifica disciplina sulle registrazioni delle riunioni societarie tenute a distanza, sembrerebbe trovare applicazione la disciplina generale sulla *privacy* con gli interventi chiarificatori del Garante per la protezione dei dati personali¹⁷⁵ e della Corte di cassazione¹⁷⁶ su questioni analoghe sollevate per le riunioni condominiali.

Pertanto, in conformità alle disposizioni in materia di *privacy*, la società per non incorrere in condotte illecite ha l'obbligo di informare preventivamente sulle finalità del trattamento dei dati che verranno raccolti (art. 13, *GDPR*), raccogliendo il consenso alla registrazione della riunione da parte dei partecipanti, soprattutto nell'ipotesi in cui la registrazione non avvenga per fini di ausilio alla verbalizzazione, ma per consentire la diffusione della registrazione stessa¹⁷⁷.

Gli azionisti devono, quindi, essere informati delle finalità del trattamento dei dati che verranno raccolti, se i dati verranno pubblicati o diffusi in qualsiasi modo, se verranno salvati su supporti di qualsiasi specie e se e quando verranno distrutti, precisando altresì che gli stessi saranno trattati nel rispetto delle misure tecniche e

175 La questione è stata affrontata dal Garante per la protezione dei dati personali in materia condominiale nel vademecum *"Il condominio e la privacy"*, con statuizioni valide anche per le riunioni societarie. Il Garante, in tale sede, ha affermato che *«L'assemblea condominiale può essere videoregistrata, ma solo con il consenso di tutti i partecipanti. La documentazione, su qualsiasi supporto, deve essere conservata al riparo da accessi indebiti»*.

176 V. Cass. pen., sez. III, Sent., 13/05/2011, n. 18908, e Cass. pen., sez. III, Sent., 03/02/2017, n. 5241.

177 Il Garante per la protezione dei dati personali e la Cassazione hanno, inoltre, affrontato l'ipotesi in cui la registrazione sia effettuata dal singolo intervenuto alla riunione a distanza senza la previa autorizzazione degli altri intervenuti. In tale caso, il Garante ha sostenuto che la condotta non è considerata illecita, se viene effettuata per fini esclusivamente personali, ossia se la stessa rimane conservata nella sfera della persona che ha registrato come memoria storica dei fatti avvenuti durante la riunione e non travalichi detta sfera con la comunicazione e la diffusione ad altri della registrazione (Provvedimento Garante 8 novembre 2002, n. 1067292). Analogamente, le Sezioni Unite della Corte di Cassazione hanno ritenuto che, nell'ipotesi di cui sopra, non sussista lesione della *privacy*, poiché la registrazione non dà luogo alla *«compromissione del diritto alla segretezza della comunicazione, il cui contenuto viene legittimamente appreso solo da chi palesemente vi partecipa o assiste»* (Cass. pen., SS.UU., Sent., 24/09/2003, n. 36747).

organizzative adeguate, secondo quanto previsto dall'art. 32, *GDPR*, e che il trattamento viene svolto ad opera di soggetti appositamente istruiti e autorizzati, in ottemperanza a quanto previsto dall'art. 29, *GDPR*.

La protezione della *privacy* non si potrà, invece, esaurire nella sola raccolta del consenso degli intervenuti, richiedendo anche il rispetto da parte della società delle norme in ordine alla conservazione delle informazioni raccolte sui supporti fisici o digitali, nonché l'indicazione del titolare del trattamento e del responsabile. La diffusione delle registrazioni senza il consenso dei presenti realizza, infatti, la fattispecie del "*trattamento illecito di dati*" previsto dall'art. 167, D. lgs. n. 196/2003, salvo che la registrazione audio o audio-video sia prodotta per far valere o difendere un diritto in sede giudiziaria o per svolgere investigazioni difensive¹⁷⁸.

5.4 Il trattamento dei dati personali degli azionisti

L'interferenza della digitalizzazione con i sistemi di *governance* delle società quotate necessita una particolare riflessione in merito alle modalità con cui le società procedono alla raccolta dei dati degli azionisti¹⁷⁹.

Questi ultimi sono tenuti a fornire alla società un flusso di dati necessari per il concreto esercizio dei diritti e degli obblighi derivanti dalla partecipazione sociale, nonché per consentire alla società di eseguire i propri obblighi di natura amministrativa, contabile, di gestione delle assemblee o per rispondere a richieste derivanti dal ruolo di azionista, anche mediante tecniche di comunicazione a distanza. In tale ipotesi, la base giuridica del trattamento va proprio ricercata nell'esecuzione di un vincolo contrattuale e il periodo di conservazione degli stessi corrisponde alla durata del rapporto o della singola operazione.

In ambito societario la raccolta e il trattamento dei dati degli azionisti vengono effettuati anche per finalità ulteriori rispetto al mero adempimento di obblighi derivanti dal rapporto società-azionista, in particolare per finalità legate all'assolvimento di obblighi previsti dalla legge (si pensi all'aggiornamento e gestione del libro soci), da regolamenti, dalla normativa dell'UE, nonché da disposizioni impartite da autorità di vigilanza o in ossequio a richieste avanzate dall'Autorità giudiziaria. La base giuridica del trattamento, in tali ipotesi, è da ricercare nell'adempimento di un obbligo legale, rendendosi, anche in questo caso, la prestazione del consenso da parte dell'azionista non necessaria.

La mancata, parziale o inesatta comunicazione dei suddetti dati da parte dell'azionista può, pertanto, generare come conseguenza l'impossibilità di svolgere le

¹⁷⁸ Cass. pen., sez. III, Sent. 03/02/2017, n. 5241.

¹⁷⁹ Per un approfondimento più ampio sul tema v. Abriani, *La corporate governance nell'era dell'algoritmo. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Dir. soc.*, 1, 2020, 173.

attività richieste dalla legge e precludere alla società di adempiere agli obblighi normativi ad essa applicabili¹⁸⁰.

I dati personali riferibili agli azionisti che le società quotate raccolgono e trattano per il raggiungimento delle finalità sopra indicate saranno, a titolo esemplificativo, i dati anagrafici dell'azionista, i dati di contatto, le informazioni relative ai titoli azionari posseduti e a eventuali vincoli presenti su di essi, nonché tutti gli altri dati personali strettamente necessari alla partecipazione all'assemblea degli azionisti.

Anteriormente alla raccolta di tali dati, le società provvedono a sottoporre preventivamente agli azionisti la cosiddetta "*Informativa sul trattamento dei dati personali degli Azionisti*", al fine di renderli edotti sulle modalità di trattamento dei suddetti dati, circa i soggetti o le categorie di soggetti ai quali i dati personali possono essere comunicati e i relativi diritti dell'azionista-interessato.

Per quanto concerne, più nello specifico, le modalità di trattamento, preme evidenziare che, grazie all'impiego di nuovi *software* e altre soluzioni telematiche per l'organizzazione dell'attività assembleare, i dati personali vengono raccolti e processati in modo dinamico, anche mediante l'ausilio di procedimenti automatizzati (art. 4 *GDPR*)¹⁸¹. La completa automazione del trattamento, tuttavia, non può giustificare differenti livelli di tutela dei soggetti interessati, in virtù del principio di "neutralità tecnologica". Al contrario, è opportuno ribadire come, anche nell'ipotesi in cui il dato venga trattato mediante tecnologie automatizzate, il titolare del trattamento non è dispensato dall'obbligo di rispettare le regole in materia di *privacy*, che, anzi, in questi casi, risultano in certa misura rafforzate¹⁸².

Si tratta di un ambito che, pur avendo subito un certo spicco a seguito del crescente ricorso a forme di digitalizzazione delle comunicazioni in conseguenza della recente pandemia¹⁸³, era già stato oggetto di una riflessione da parte del Comitato

180 Al riguardo, seppur datato, si ricorda il provvedimento del Garante per la protezione dei dati personali "*Divulgabili i dati sull'identità degli azionisti?*", del 5 ottobre 1999, con il quale il Garante ha affermato che «*[[]a divulgazione delle informazioni sulle attività economiche, comprese quelle relative agli azionisti delle società, non contrasta con la legge sulla privacy che tende, semmai, a favorire la trasparenza e la circolazione di tali informazioni*». Richiamando quanto già affermato in due diversi pareri forniti all'Autorità Antitrust e alla Consob, il Garante ha ribadito che l'impostazione generale della legge sulla *privacy* è volta a favorire il flusso di informazioni sullo svolgimento di attività economiche da parte di terzi interessati.

181 Cfr. Angelini, *Intelligenza Artificiale e Governance. Alcune riflessioni di sistema*, in Pizzetti (a cura di), *Intelligenza artificiale, protezione dei dati personali e regolazione*, Torino, 2018, 293 ss.

182 V. il considerando n. 15 del *GDPR*: «*al fine di evitare l'insorgere di gravi rischi di elusione, la protezione delle persone fisiche dovrebbe essere neutrale sotto il profilo tecnologico e non dovrebbe dipendere dalle tecniche impiegate. La protezione delle persone fisiche dovrebbe applicarsi sia al trattamento automatizzato che al trattamento manuale dei dati personali, se i dati personali sono contenuti o destinati a essere contenuti in un archivio*».

183 Un aspetto di particolare rilievo, emerso con il dilagare della pandemia, riguarda i profili di tutela della *privacy* in seno allo svolgimento delle Assemblee degli azionisti con modalità virtuali. In particolare, con riferimento alla registrazione dell'adunanza assembleare, in assenza di manifestazione del consenso da parte degli azionisti intervenuti. Per non incorrere in condotte illecite la società è tenuta a informare preventivamente sulle finalità del trattamento dei dati che verranno raccolti (art. 13 *GDPR*) e per far ciò è opportuno che la società predisponga una modulistica sulla *privacy*, che la comunichi ad ogni persona legittimata a partecipare alla riunione e che raccolga il consenso di tutti prima dell'inizio dei lavori, in mancanza non potrà procedersi alla registrazione della riunione. a protezione della *privacy* non si esaurisce nella sola raccolta del consenso *privacy* degli intervenuti e richiede anche il rispetto da parte della società delle norme in ordine alla conservazione delle informazioni rac-

per la *Corporate Governance* in sede di approvazione del nuovo Codice di *Corporate Governance*. Il particolare, tale Codice, seppur non incentrando la propria analisi sul solo trattamento dei dati personali degli azionisti, ha dettato principi applicabili anche a quest'ultimi, invitando gli emittenti ad adottare specifici presidi per proteggere i dati oggetto dei flussi informativi e inserirli in un regolamento interno¹⁸⁴.

Il Comitato ha infatti ritenuto che, in virtù del rilevante impatto che la digitalizzazione sta avendo in ambito societario, la protezione dei dati aziendali contenenti dati personali sia da ritenersi sempre più una responsabilità dell'impresa. A tal fine, il Codice ha invitato le società quotate a dotarsi di regole societarie sul trasferimento dei dati, elaborando *policies* interne in cui delineare le modalità con cui viene effettuato lo scambio di informazioni, le piattaforme digitali utilizzate, nonché le misure di sicurezza adottate in atto in conformità all'art. 32 *GDPR* (art. 3, principio IX e raccomandazione n. 11)¹⁸⁵, tenendo conto dell'oggetto, del contesto, delle finalità e dei rischi connessi al trattamento, prevedendo, inoltre, l'attuazione di programmi di *security awareness*¹⁸⁶.

5.5 Trattamento illecito dei dati personali e profili di responsabilità nelle società quotate

Il problema dell'uso di sistemi digitali per il trattamento di dati personali all'interno dei processi di *governance* societaria suscita alcune considerazioni in termini di responsabilità, ove il trattamento degli stessi risulti illecito.

In particolare, l'impiego di algoritmi per fini organizzativi – che è, peraltro, alla base della cosiddetta *RegTech* – unitamente all'utilizzo di sistemi informatici, quale veicolo di diffusione di dati e informazioni, pongono alcuni interrogativi circa il corretto bilanciamento tra la tutela del diritto alla *privacy* e l'obbligo di trasparenza prescritto in capo alla società quotate¹⁸⁷.

Il tema del bilanciamento tra siffatti interessi è da sempre rilevante, posto che la definizione dei rispettivi confini non sempre è apparsa chiara e, molto spesso,

colte sui supporti fisici o digitali, nello specifico le registrazioni in audio o in videoconferenza delle riunioni, nonché l'indicazione del titolare del trattamento e del responsabile. Sul punto si è espresso il Garante *Privacy*, su un tema affine quale quello relativo all'assemblea condominiale, precisando che «[l]'assemblea condominiale può essere videoregistrata, ma solo con il consenso di tutti i partecipanti. La documentazione, su qualsiasi supporto, deve essere conservata al riparo da accessi indebiti». Tale principio trova applicazione per ogni tipologia di riunioni, tra le quali vi rientrano anche le riunioni in ambito societario.

184 Al riguardo il Codice, oltre a affrontare il tema della digitalizzazione del dato sotto il profilo della *privacy*, si sofferma altresì anche sui dati contenuti nei flussi informativi che potrebbero qualificarsi come informazioni privilegiate, sottolineando come il fine perseguito sia quello di evitare che la *disclosure* che comportino violazioni ai sensi del regolamento UE sugli abusi di mercato.

185 Amato, Benvenuto, *L'Organo amministrativo nel Codice di Corporate Governance: funzionamento, nomine ed autovalutazione*, in *Dir. Banc.*, 2020.

186 Al riguardo si veda il *Rapporto Clusit sulla sicurezza ICT in Italia*, 2020, 78, disponibile al link: <https://clusit.it/rapporto-clusit>.

187 Agostino, *Intelligenza artificiale e processi decisionali. La responsabilità degli amministratori di società*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2020, 2, 371 ss.

ha visto il diritto alla protezione dei dati personali cedere il passo a interessi di natura pubblicistica, reputati di rango superiore, come nel caso della trasparenza in materia societaria a favore dei soci¹⁸⁸.

Uno degli aspetti su cui si è maggiormente concentrata l'attenzione della giurisprudenza e della dottrina concerne la pubblicazione sul sito *web* della società di particolari categorie di dati personali, riconducibili a esponenti del C.d.A., in osservanza delle disposizioni di cui all'art. 125-*ter* TUF¹⁸⁹. Il tema attiene alla ricerca del corretto equilibrio tra l'interesse all'informazione del pubblico dei risparmiatori, soci presenti e futuri ed eventuali creditori, tutelato dalla legge, con i diritti di rango costituzionale, tra cui il diritto alla *privacy*.

In considerazione della rilevanza dell'argomento in esame, non è mancato il coinvolgimento del Garante, il quale, in passato, si è più volte espresso sul tema, per lo più rigettando le richieste dei ricorrenti tese ad ottenere la cancellazione dei dati personali contenuti nel registro delle imprese o un'accessibilità limitata ai libri sociali, sulla base del fatto che non sussistessero comprovati elementi che permettevano di giudicare come non compatibile la disciplina codicistica sulla tenuta del registro delle imprese con la disciplina in materia di *privacy*¹⁹⁰.

Tenuto conto dell'attualità del fenomeno della pubblicazione sul *web* di informazioni rilevanti volte a ledere l'integrità e la moralità dei soggetti coinvolti, il Garante è nuovamente intervenuto sul tema nel 2014, pubblicando le "*Linee guida in materia di trattamento di dati personali, contenuti anche in atti e documenti amministrativi, effettuato per finalità di pubblicità e trasparenza sul web da soggetti pubblici e da altri enti obbligati*"¹⁹¹. Il Garante, seppur facendo riferimento, nello specifico, alla pubblicazione di atti e documenti amministrativi, ha precisato che, sulla base del principio di pertinenza e non eccedenza, è «*consentita la diffusione dei soli dati personali la cui inclusione in atti e documenti da pubblicare sia realmente necessaria e proporzionata alla finalità di trasparenza perseguita nel caso concreto*». Pertanto, i dati personali che esulano da tale finalità non devono essere inseriti negli atti e nei documenti oggetto di pubblicazione *on-line*.

Alla medesima conclusione, peraltro, si giunge anche esaminando la disciplina dettata dal *GDPR*, ove è previsto che il titolare del trattamento debba porre in essere misure tecniche e organizzative adeguate a garantire che siano trattati, per impostazione predefinita, solo i dati personali necessari per ogni specifica finalità del trattamento.

Alla stregua di quanto sinora esposto, appare corretto riconoscere in capo alla società uno speciale dovere di agire con cautela e, comunque, nel pieno rispetto

188 Pappalardo, *Obblighi di trasparenza per le società quotate: la pubblicità a mezzo Internet e la tutela della privacy*, in *Dir. merc. fin.*, 2018, 2, 187 ss.

189 Cfr. Trib. Torino, Sez. IV, 12 giugno 2017.

190 Da ultimo, v. Garante *Privacy*, Provvedimento del 19 dicembre 2000, e anche Assonime, *Diritto di ispezione del libro soci e tutela della privacy*, *Il Caso*, n. 8, 28 ottobre 2009, in www.assonime.it.

191 Garante *Privacy*, Provvedimento n. 243 del 15 maggio 2014, pubblicato sulla G.U. 12 giugno 2014, n. 134.

del principio di minimizzazione dei dati personali, ogni qualvolta la stessa proceda alla diffusione di informazioni personali di soggetti terzi attraverso le piattaforme web della società¹⁹².

5.6 L'apparato sanzionatorio delle violazioni

Il mancato rispetto degli obblighi imposti dalla normativa in materia di trattamento dei dati personali comporta, come prima e diretta conseguenza, l'esposizione dei soggetti attivi del trattamento a un ampio ventaglio di misure rimediali o di carattere sanzionatorio, selezionate sulla base di differenti criteri, elencati dal *GDPR*, ai quali le autorità di controllo faranno riferimento per esercitare i poteri correttivi di cui all'art. 58, *GDPR*. Si tratta di poteri riconosciuti in capo al Garante ed evidentemente caratterizzati dalla duplice finalità dissuasiva e repressiva rispetto alla commissione di un illecito, che si affiancano a quelli di competenza dell'AGO con riferimento agli illeciti di natura sia civile (art. 82, *GDPR*) sia penale (art. 84, *GDPR*).

Innanzitutto, si menziona l'istituto del reclamo all'autorità ex art. 77, *GDPR*, strumento di impulso dell'attività ispettiva del Garante che si pone su un piano di carattere ripristinatorio della correttezza del trattamento, a tempestiva tutela della persona fisica interessata, alla quale è comunque riconosciuto il doppio binario del ricorso giurisdizionale per chiedere il risarcimento del danno «materiale e immateriale» patito dall'illecito trattamento (art. 82, *GDPR*)¹⁹³. Il risarcimento del danno non si limita a considerare i danni di natura patrimoniale, comprendendo altresì quelli non patrimoniali, a prescindere dall'eventuale accertamento di una fattispecie di reato e per il solo fatto di violare le norme del *GDPR*¹⁹⁴. Sul punto, il *considerando* n. 146 del *GDPR* precisa che il titolare e il responsabile del trattamento sono responsabili *in solido* del danno cagionato dal trattamento illecito, a meno che non dimostrino che l'evento dannoso non sia loro imputabile.

Quanto alle sanzioni vere e proprie – come accennato – l'autorità di controllo gode di una certa discrezionalità nella scelta della misura sanzionatoria, nel rispetto di una serie di parametri valutativi tipizzati dall'art. 83 *GDPR*, per la cui interpretazione è utile affiancare le precisazioni contenute nelle Linee guida del WP29 in materia di sanzioni amministrative¹⁹⁵.

Anzitutto, la valutazione del Garante sull'opportunità di procedere all'irrogazione di una sanzione amministrativa, oltreché, eventualmente, sul suo importo, deve tener conto della natura, della gravità e della durata della violazione

¹⁹² Finocchiaro, *Identità personale su Internet: il diritto alla contestualizzazione dell'informazione*, in *Dir. informaz. informatica*, 2012, 3, 383 ss.

¹⁹³ Califano, *Il Regolamento UE 2016/679 e la costruzione di un modello uniforme di diritto europeo alla riservatezza e alla protezione dei dati personali*, in Califano, Colapietro (a cura di), *Innovazione tecnologica e valore della persona. Il diritto alla protezione dei dati personali nel Regolamento UE 2016/679*, Napoli, 2017, 41.

¹⁹⁴ Tosi, *La responsabilità civile per trattamento illecito dei dati personali*, in Tosi (a cura di), *Privacy Digitale. Riservatezza e protezione dei dati personali tra GDPR e nuovo Codice Privacy*, Milano, 2019, 651.

¹⁹⁵ WP29, *Linee guida*, cit., 2017, 9 ss.

(art. 83, § 2, lett. a, *GDPR*). La formulazione della disposizione, che, nei §§ da 4 a 6, fissa due diversi massimali per quantificare l'entità delle sanzioni amministrative pecuniarie (10 o 20 milioni di euro, ovvero fino al 2% o 4% del fatturato mondiale totale annuo dell'esercizio precedente se superiore), fornisce immediatamente l'indicazione di quelle disposizioni (ad esempio, quelle riguardanti i fondamenti della *data protection*, di cui agli artt. 12-22, *GDPR*) la cui violazione è considerata particolarmente pregiudizievole e, in quanto tale, meritevole di una maggior tutela.

La natura della violazione e «*l'oggetto o la finalità del trattamento in questione nonché il numero di interessati lesi dal danno e il livello del danno da essi subito*» forniscono un'indicazione della gravità della violazione. E, laddove in un singolo caso siano contestualmente commesse più violazioni di diversa natura, l'autorità di controllo applicherà le sanzioni amministrative pecuniarie che risultino effettive, proporzionate e dissuasive, benché, in ogni caso, nei limiti della violazione più grave (art. 83, § 3, *GDPR*). A tal fine, assumono particolare rilevanza: il numero degli interessati coinvolti; la finalità del trattamento; l'entità del danno eventualmente subito dagli interessati.

Quanto alla durata dell'infrazione, invece, essa rileva in quanto utile a fornire un'indicazione, ad esempio, sull'abitudine del comportamento adottato dal titolare del trattamento, sulla predisposizione di adeguate misure preventive del compimento di un illecito oppure sull'incapacità del titolare di attuare quanto richiesto a livello tecnico-organizzativo dalla disciplina sulla sicurezza del trattamento.

L'elenco dei parametri di cui all'art. 83 *GDPR* si riferisce, alla lett. b), all'elemento soggettivo dell'illecito, ovvero al carattere doloso o colposo della violazione, rispetto al quale la valutazione dell'autorità riprende strettamente le categorie proprie del sindacato giurisdizionale¹⁹⁶.

Rilevano, poi, «*le misure adottate dal titolare del trattamento o dal responsabile del trattamento per attenuare il danno subito dagli interessati*» (lett. c), in considerazione di un vero e proprio obbligo in capo a tali soggetti di tentare quantomeno di ridurre le conseguenze della violazione per il destinatario del trattamento. In tal senso, il Garante tiene conto del grado di responsabilità assunto dai soggetti attivi del trattamento, sia sotto il profilo della scelta della sanzione da irrogare, sia per ciò che concerne il suo ammontare. Tale elemento acquista rinnovata centralità anche con riferimento all'esecuzione del trattamento stesso, nell'ottica di verificare se il titolare o il responsabile abbiano adottato le adeguate misure tecniche e organizzative a garanzia della sicurezza del trattamento, come previsto nel complesso dal *GDPR* (lett. d).

Rilevano, inoltre, eventuali altre precedenti violazioni commesse dal titolare o dal responsabile del trattamento relativamente allo stesso oggetto (lett. e) e, in caso, il rispetto dei relativi provvedimenti emessi dal Garante (lett. i); il grado di

¹⁹⁶ Califano, *op. cit.*, 45.

cooperazione con l'autorità per porre rimedio alla violazione e attenuare, per quanto possibile, gli effetti negativi realizzati (lett. *f*); le categorie di dati personali interessate dalla violazione (lett. *g*).

Ancora, assume rilevanza anche la modalità con cui il Garante abbia avuto conoscenza della violazione (lett. *h*), in quanto il titolare del trattamento ha l'obbligo di notificare all'autorità le eventuali violazioni dei dati personali realizzate in sede di esecuzione del trattamento. Assumono effetti particolarmente sfavorevoli nell'individuazione della natura della sanzione non solo l'incauta assenza della notifica, ma anche la sua eventuale incompletezza della descrizione¹⁹⁷.

La lett. *j*) si riferisce, poi, all'adesione ai codici di condotta o ai meccanismi di certificazione approvati, rispettivamente, ai sensi degli artt. 40 e 42 *GDPR*¹⁹⁸.

Da ultimo, rilevano gli «*eventuali altri fattori aggravanti o attenuanti applicabili alle circostanze del caso*» (lett. *k*), rispetto ai quali la stessa disposizione propone, a titolo esemplificativo, il caso in cui il titolare del trattamento abbia tratto profitto (conseguendo benefici finanziari ovvero evitando perdite) in modo diretto o indiretto proprio dalla violazione del *GDPR*.

In considerazione di tutti questi criteri di valutazione, il Garante, se ritiene che sussista la violazione di una o più disposizioni regolamentari, avvia il procedimento per l'adozione dei provvedimenti e delle sanzioni, trasmettendo al titolare o al responsabile del trattamento una comunicazione con la quale indica le violazioni loro ascrivibili. Nei trenta giorni successivi a tale comunicazione i destinatari possono replicare, presentando apposita documentazione difensiva, potendo altresì richiedere di essere ascoltati. Alla luce di tali osservazioni, spetta poi al Garante emettere il proprio provvedimento ed eventualmente irrogare la sanzione, contro la quale è possibile proporre opposizione mediante ricorso dinanzi all'AGO¹⁹⁹.

197 WP29, *Linee guida*, cit., 2017, 16.

198 In argomento si veda Poletti, Causarano, *Autoregolamentazione privata e tutela dei dati personali: tra codici di condotta e meccanismi di certificazione*, in Tosi (a cura di), *Privacy Digitale*, cit., 374 ss.

199 Aterna, sub art. 83 *GDPR*, in Riccio, Scorza, Belisario (a cura di), *GDPR e Normativa Privacy. Commentario*, Milano, 2018, 608 ss.

6 Conclusioni

G. Resta – A. Zoppini

Nel contesto del presente lavoro si è illustrata l'incidenza del digitale all'interno degli assetti societari, con l'intento di evidenziarne specifici profili applicativi, non senza proporre riflessioni utili all'interprete che si avvicina al diritto delle società, specie se quotate.

L'avvento delle più moderne e sofisticate tecnologie digitali nel contesto societario esige un'accurata valutazione della normativa, allo scopo di individuare le regole che meglio si possano adeguare alle mutazioni morfologiche che la digitalizzazione sta apportando nelle dinamiche societarie, soprattutto in materia di *corporate governance*.

Si tratta di un tema quanto mai attuale, come si evince dal rilievo che la digitalizzazione ha assunto non soltanto a livello nazionale, ma, più ampiamente, nell'intero contesto europeo.

Al momento di porre la trasformazione digitale al centro del piano *Next Generation EU*, la stessa Commissione europea ha, infatti, ribadito come la ripresa economica del continente non possa non fondarsi su una riforma strutturale e organica del sistema produttivo dei singoli Stati Membri, incentrata proprio sullo sviluppo e sul progresso delle prestazioni digitali, come sintetizzate nell'*Indice di digitalizzazione dell'economia e della società* (DESI 2020) della Commissione europea e negli obiettivi delineati nella Comunicazione "*Plasmare il futuro digitale dell'Europa*" (COM(2020) 67 def.) della Commissione stessa.

Quest'impostazione è conseguentemente confermata dal già richiamato PNRR presentato dal Governo italiano, nel quale, preso atto del considerevole ritardo accumulato dal nostro Paese in ambito digitale, tanto nelle competenze dei cittadini quanto nell'adozione di strumenti tecnologici più avanzati nel sistema produttivo e nei servizi pubblici, viene posto l'obiettivo di recuperare tale *deficit* favorendo gli investimenti in tecnologie, infrastrutture e processi digitali.

Nel corso del lavoro è stato evidenziato come l'impulso alla digitalizzazione del mondo societario non sia da annoverare esclusivamente alle misure contingenziali conseguenti alla pandemia da COVID-19, ma rappresenti da tempo il fulcro centrale dell'azione delle politiche nazionali ed europee. In questo senso, la normativa d'emergenza ha rappresentato un significativo banco di prova per il tessuto produttivo italiano, che ha dimostrato un sufficiente grado di adattamento e di capacità di predisposizione nell'implementazione di soluzioni digitali per la gestione d'impresa.

Tra gli interventi europei pre-emergenziali si è fatto doveroso riferimento all'adozione, all'interno del *Company Law Package*, della Direttiva (UE) 2019/1151 (recepita in Italia con il D. lgs. n. 183/21), che, per la prima volta, ha introdotto l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario, dettando a carico degli Stati membri l'obbligo di prevedere la costituzione di società di capitali interamente *on-*

line e di potenziare l'interconnessione e lo scambio di informazioni tra i registri delle imprese, implementando maggiori opportunità di accesso ad atti e documenti depositati nei registri nazionali o pubblicati sui bollettini nazionali.

Occorre, al contempo, rilevare come tale fonte normativa non contempli una disciplina specifica relativamente allo svolgimento dell'assemblea secondo modalità completamente "virtuali", sebbene l'impiego di strumenti digitali per l'organizzazione da remoto delle riunioni assembleari fosse già stato oggetto del "*Report on digitalisation in company law*", pubblicato nel 2016 dall'*Informal Company Law Expert Group (ICLEG)*, che già evidenziava l'assenza di una reale necessità circa la presenza fisica degli azionisti nello stesso luogo ai fini di una loro efficace partecipazione al procedimento di formazione della volontà assembleare.

Nell'attesa che rispetto a tale lacuna intervenga il legislatore europeo, si è avuto modo di illustrare come, a livello nazionale, sia intervenuto l'art. 106, comma 2, D.L. n. 18/20, che – per il periodo emergenziale, esteso per effetto di successive proroghe fino al 31 luglio 2022 – consente alle società, incluse quelle quotate, di prevedere, anche in assenza di disposizioni statutarie, l'espressione del voto in via elettronica o per corrispondenza e l'intervento all'assemblea mediante mezzi di telecomunicazione, con l'ulteriore possibilità di prevedere che tali mezzi siano utilizzati in via esclusiva. L'introduzione di tale temporanea previsione derogatoria, evidentemente legata al difficile contesto pandemico, ha certamente il pregio di aver ulteriormente legittimato in ambito assembleare il ricorso a tecniche digitali, così ponendo le basi per una sua più coerente collocazione sistematica, al di là dei profili relativi alla partecipazione a distanza già specificamente disciplinati, nelle loro modalità operative, dall'art. 143-*bis*, Reg. Emittenti, in attuazione dell'art. 127 TUF.

Quanto al tema dell'interferenza tra digitalizzazione e funzioni societarie, da tempo si dibatte sulle nuove modalità di adempimento degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni finanziarie. Si è ricordata la previsione dell'obbligo, in capo agli emittenti quotati, di predisporre la relazione finanziaria annuale in un formato elettronico unico di comunicazione come individuato dal Regolamento *ESEF*.

Parimenti, ci si è soffermati sulla delicata questione dell'accesso e della gestione delle informazioni finanziarie anche attraverso meccanismi di apprendimento automatico, che – come evidenziato – sono al centro di un più ampio dibattito che trascende i confini europei.

Di rilievo tutt'altro che secondario è, poi, il tema dei controlli interni, a cui è dedicata un'ampia parte dello studio proprio in considerazione della delicatezza degli interessi connessi e delle più recenti novità tecnologiche. Al riguardo, si è richiamata l'attenzione su quanto l'introduzione delle *DLTs* all'interno dei meccanismi di controllo aziendali possa comportare un radicale cambio di paradigma nell'architettura di controllo e nell'agire societario, pur con la consapevolezza che tali soluzioni tecnologiche non sono esenti da rischi o da difficoltà pratiche di applicazione.

Da ultimo, specifiche riflessioni sono dedicate all'intersezione di taluni aspetti del diritto societario con la disciplina in materia di protezione dei dati personali. Si è, infatti, osservato come la trasformazione digitale del contesto societario

abbia rimodulato e avvicinato i confini di queste due branche del diritto, in buona parte per la primaria rilevanza che le disposizioni in materia di *privacy* rivestono per qualsiasi operazione di trattamento di dati personali, sempre più spesso effettuate dagli operatori con l'ausilio di sistemi informatici (parzialmente o totalmente) automatizzati.

La messe di dati personali che viene acquisita dalle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (si pensi ai dati personali degli azionisti, dei membri degli organi o del personale) è tale da renderla un centro nevralgico per la società, costretta a porre in essere ogni presidio atto non soltanto alla mera sicurezza dei dati, ma anche a difesa dei diritti delle persone fisiche a cui tali informazioni si riferiscono. Appare, pertanto, innegabile la rilevanza del fenomeno e sono evidenti le ragioni che hanno spinto a riservare una parte significativa del lavoro a un tema apparentemente eccentrico, ma che sottende riflessioni su aspetti che non possono essere marginalizzati, se non altro per l'entità dell'apparato sanzionatorio che presidia l'osservanza degli obblighi in materia di protezione dei dati personali.

La costante proliferazione di nuovi e più sofisticati strumenti nel panorama societario, seppur indice di un certo grado di vivacità del settore non solo sotto il profilo tecnologico, ma anche giuridico, appare, peraltro, foriera di incertezze e possibili antinomie per il sistema. I tentativi di ricomprendere le innovazioni tecnologiche nel diritto positivo si muovono, infatti, su un terreno particolarmente fragile e corrono il rischio di venir presto superati dall'adozione di soluzioni più all'avanguardia.

Spetta, in prima battuta, agli operatori di settore, oltreché agli interpreti, il compito di offrire orientamenti applicativi e garantire la coerenza del sistema in ogni fase di progressiva implementazione delle diverse soluzioni tecnologiche che potranno trovare una loro dimensione nel contesto societario, in particolar modo laddove il ritardo o l'inadeguatezza dell'azione legislativa – nazionale o europea – siano tali da creare ostacoli allo svolgimento delle attività produttive, a detrimento del sistema economico nel suo complesso.

Lo studio ha inteso fornire le prime caratterizzazioni di questi fenomeni, che un presente sempre più digitale, dinamico e multiforme sta offrendo nell'ambito del diritto societario, nella consapevolezza che l'incessante incedere e la continua evoluzione delle tecnologie porranno inevitabilmente nuovi problemi, determineranno nuove lacune da colmare e richiederanno fatalmente maggiori sforzi di precisione nell'esegesi e nell'applicazione delle norme, oltre a una buona dose di inventiva e sperimentazione.

Riferimenti bibliografici

- Aa. Vv., *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Commentario a cura di Guerrieri, NLCC n. 3/2011
- Abbadessa, Mirone, *Le competenze dell'assemblea nelle spa*, in *Riv. Soc.*, 2010, 269
- Abriani, *Il pungolo gentile dell'assemblea mite tra attivismo degli azionisti e nuova governance societaria*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 1/2011
- Id., *La corporate governance nell'era dell'algorithm. Prolegomeni a uno studio sull'impatto dell'intelligenza artificiale sulla corporate governance*, in *Dir. soc.*, 1, 2020, 173
- Abriani - Schneider, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale – Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, 2021
- Agostino, *Intelligenza artificiale e processi decisionali. La responsabilità degli amministratori di società*, in *Merc. Conc. Reg.*, 2020, 2, 371 ss.
- Alvaro, Maugeri, Strampelli, *Investitori Istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quad. giur. CONSOB* n. 19, 2019
- Amato, Benvenuto, *L'Organo amministrativo nel Codice di Corporate Governance: funzionamento, nomine ed autovalutazione*, in *Dir. Banc.*, 2020
- Angelini, *Intelligenza Artificiale e Governance. Alcune riflessioni di sistema*, in Pizzetti (a cura di), *Intelligenza artificiale, protezione dei dati personali e regolazione*, Torino, 2018, 293 ss.
- Aterna, sub *art. 83 GDPR*, in Riccio, Scorza, Belisario (a cura di), *GDPR e Normativa Privacy. Commentario*, Milano, 2018, 608 ss.
- Atlante, Stella Richter jr., *Il recepimento in Italia della Direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, in *Studi e materiali. Quaderni trimestrali. Consiglio Nazionale del Notariato*, 2010, 2, 439 ss.
- Behlendorf, *Meet Hyperledger: An "Umbrella" for Open Source Blockchain & Smart Contract Technologies*, (2016, September 13), <https://www.hyperledger.org/blog/2016/09/13/meet-hyperledger-an-umbrella-for-open-source-blockchain-smart-contract-technologies>
- Borsano, *I diritti di informazione (pre) assembleare dei soci nelle s.p.a. quotate, alla luce delle recenti evoluzioni*, in *NDS*, 19/2014, 88
- Buttarelli, *Banche dati e tutela della riservatezza*, Milano, 1997, 342-343

- Cabras, *L'assemblea in videoconferenza nelle società di capitali*, in *Vita not.*, 2001, 577 ss.
- Califano, *Il Regolamento UE 2016/679 e la costruzione di un modello uniforme di diritto europeo alla riservatezza e alla protezione dei dati personali*, in Califano, Colapietro (a cura di), *Innovazione tecnologica e valore della persona. Il diritto alla protezione dei dati personali nel Regolamento UE 2016/679*, Napoli, 2017, 41.
- Cariola, *Così la blockchain aggiorna i controlli interni*, in *Il Sole 24 ore*, 16 febbraio 2019
- Cian, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium iuris* 2015, 7/8, 782
- Id., *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium iuris*, 2015, 7/8, 782
- Id., *L'intervento e il voto elettronici nelle assemblee di spa*, in *Riv. Soc.*, 2011, 1065
- Computershare e Georgeson, *Transparency of share ownership, shareholder communications and voting in global capital markets*, marzo 2014
- Dai - Vasarhelyi, *Toward blockchain-based accounting and assurance*, in *Journal of Information Systems*, 31 (3), 2017, 5 ss.
- Davidson - Sinclair - de Filippi - Potts, *Blockchains and the economic institutions of capitalism*, in *Journal of Institutional Economics*, 14, 4, 2018
- Demuro, *Partecipazione virtuale alle riunioni collegiali di società*, in *Giur. comm.*, 2002, II, spec. 399, nt. 3 e 407, nt. 36
- Enriques - Zetsche, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, 72, 1, 55 ss.
- Espen Eckbo, Paone, Urheim, *Efficiency of share voting systems: Report on Italy*, ECGI, *Law Working Paper* n. 174/2011, 27
- European Financial Market Lawyers Group - EFMLG, *Harmonisation of the Legal Framework for Rights Evidenced by Book Entries in Respect of Certain Financial Instruments in the European Union*, Francoforte sul Meno, 2003
- Falletti, *Decisioni automatizzate e diritto alla spiegazione: alcune riflessioni comparative*, in *Dir. informaz. informatica*, 2020, 2, 179
- Finocchiaro, *Introduzione al regolamento europeo sulla protezione dei dati*, in *NLCC*, 1, 2017, 11
- Id., *Identità personale su Internet: il diritto alla contestualizzazione dell'informazione*, in *Dir. informaz. informatica*, 2012, 3, 383 ss.
- Gargantini, *Identificazione dell'azionista e legittimazione*, Torino, 2012, 145 e ss.

- Giletta, *I limiti al diritto di informazione del socio nelle società quotate*, *Soc.*, 7/2001, 783.
- Guidotti, *Le società con azioni quotate, Alcune regole di funzionamento*, Milano, 2021, 49.
- Id., *Commento all'art. 125-quater, NLCC*, 3/2011
- La Sala, *Le forme di partecipazione assembleare con mezzi elettronici nella società per azioni*, in *BBTC*, 2016, I, 703
- Lafarre - Van der Elst, *Blockchain Technology for corporate governance and shareholder activism*, *Law Working Paper* n. 390/2018
- Linciano, Siciliano, Trovatore, *L'industria dei servizi di regolamentazione delle operazioni in titoli*, in *Quad. Fin. CONSOB* n. 58/2005
- Low - Mik, *Pause the Blockchain Legal Revolution*, in *Int. & Compar. Law Quart.*, 69(1), 2020, 135 ss.
- Magliulo, *Le nuove tecnologie informatiche ed il rispetto del metodo collegiale*, in *Notariato*, 2019, 378 ss.
- Mantelero, *Gli autori del trattamento dati: titolare e responsabile*, in *Giur. it.*, 12, 2019, 2801
- Id., *La gestione del rischio*, in Finocchiaro (a cura di), *La protezione dei dati personali in Italia. Regolamento UE n. 2016/679 e d.lgs. 10 agosto 2018, n. 101*, Bologna, 2019, 492
- Marchetti, *La "prudente innovazione" dell'assemblea virtuale*, in *Notariato*, 2001, 221 ss.
- Marchetti, *Notari, Diritti dei soci, interesse sociale e funzionamento dell'assemblea: spunti dalle norme di emergenza*, in *Riv. Soc.*, 2020, 428
- McLean - Deane-John, *Demystifying Blockchain and Distributed Ledger Technology – Hype or Hero?*, (Apr. 5, 2016), <http://www.mofo.com/~media/Files/ClientAlert/2016/04/160405Blockchain.pdf>
- Montagnani, *Flussi informativi e doveri degli amministratori delle società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato*, 2, 2020, 98
- Montalenti, *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in *Orizz. Dir. Comm.*, 2016, 1, 2
- Id., *La Direttiva Azionisti e l'informativa preassembleare*, in *Giur. Comm.* 5/2011, 685 e ss.
- Notari, *Diritti di voce degli azionisti e tutela delle minoranze*, in *Il Testo Unico della Finanza, Un bilancio dopo 15 anni*, (a cura di Annunziata), Milano 2015, 247, 270

- Oxera, *Corporate actions processing: what are the risks?*, maggio 2014
- Palazzo, *Cosa resta della disciplina in materia di riunioni assembleare contenuta nella legislazione d'emergenza?* in *NLCC*, 4/2020, 917
- Palmieri, *Diritto societario virtuale: la videoassemblea diventa realtà*, in *Contr. e impr.*, spec. 830, nt. 1 e 833, nt. 9
- Pappalardo, *Obblighi di trasparenza per le società quotate: la pubblicità a mezzo Internet e la tutela della privacy*, in *Dir. merc. fin.*, 2018, 2, 187 ss.
- Pederzini, *Intervento del socio mediante mezzi di telecomunicazione e democrazia assembleare*, in *Giur. Comm.*, 2006, 98
- Phillips-Wren, *AI Tools in Decision Making Support Systems: A Review*, in *International Journal on Artificial Intelligence Tools*, vol. 20, n. 10, 2012, 1
- Piazza, *Bitcoin and the Blockchain as Possible Corporate Governance Tools: Strengths and Weaknesses*, in *Penn St. J. L. & Int'l Aff.*, 5, 2017, 262 ss.
- Poletti, Causarano, *Autoregolamentazione privata e tutela dei dati personali: tra codici di condotta e meccanismi di certificazione*, in Tosi (a cura di), *Privacy Digitale*, cit., 374 ss.
- Portale, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione e controllo, Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa, Portale, Torino 2006, 2, 29
- Racz - Weippl - Seufert, *A Frame of Reference for Research of Integrated Governance, Risk and Compliance (GRC)*, in *Aa.Vv.*, a cura di De Decker - Schaumüller-Bichl, *Communications and Multimedia Security, Lecture Notes in Computer Science*, vol. 6109, 2010, Berlin, Heidelberg, 106 ss.
- Ratti, *Art. 25 GDPR – Commento*, in D'Orazio, Finocchiaro, Pollicino, Resta (a cura di), *Codice della privacy e Data protection*, Milano, 2021
- Reyes - Geslevich Packin - Edwards, *Distributed Governance*, 59, in *Wm. & Mary L. Rev. Online*, 2017 1, 24
- Rossi, *Diritti di partecipazione degli azionisti e collegialità nell'assemblea delle società quotate*, in *Orizz. diritto commerciale*, 2014, 1
- Salafia, *L'intervento nell'assemblea della s.p.a. e della s.r.l.*, in *Soc.*, 2004, 672 ss.
- Sartore, *La valutazione d'impatto nel GDPR*, in Panetta (a cura di), *Circolazione e protezione dei dati personali, tra libertà e regole del mercato*, Giuffrè, Milano, 2019, 345
- Schiama, *L'assemblea in via esclusivamente telematica nel diritto ante e post-emergenza Covid-19*, in *Riv. Dir. Comm.*, 3/2020, 419
- Siclari, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1, 2016, 482

- Silvetti e Nunziante, *Commento all'art. 130 Tuf*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di Fratini - Gasparri, 2012
- Spoke, *How Blockchain Tech will Change Auditing for Good*, (July 11, 2015) <http://www.coindesk.com/blockchains-and-the-future-of-audit/>
- Spolidoro, *Tersite in assemblea?*, in *Riv. Soc.*, 2016, 171
- Stark, *Applications of Distributed Ledger Technology to Regulatory & Compliance Processes*, (May 5, 2017), http://www.finra.org/sites/default/files/2017_BC_Apps_DLT.pdf
- Tosi, *La responsabilità civile per trattamento illecito dei dati personali*, in Tosi (a cura di), *Privacy Digitale. Riservatezza e protezione dei dati personali tra GDPR e nuovo Codice Privacy*, Milano, 2019, 651
- Troisi, *AI e GDPR: l'Automated Decision Making, la protezione dei dati e il diritto alla 'intelligibilità' dell'algoritmo*, in *European Journal of Privacy Law & Technologies*, 1, 2018
- Turelli, *Assemblea di società per azioni e esercizio del diritto di voto mediante mezzi elettronici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2011, 445
- Id., *Assemblea di società per azioni e nuove tecnologie*, in *RDS*, 2004, 116 ss.
- Van der Elst - Lafarre, *Blockchain and Smart Contracting for the Shareholder Community*, in *EBOR*, 2019, 111 ss.
- Van der Elst, *Shareholder Rights and Shareholder Activism: The Role of the General Meeting of Shareholders*, *ECGI - Law Working Paper No. 188/2012*.
- WP29, *Linee guida sul processo decisionale automatizzato relativo alle persone fisiche e sulla profilazione ai fini del Regolamento 2016/679*, 2018
- Wright - De Filippi, *Blockchain and the Law: The Rule of Code*, Cambridge (MA), 2018
- Yermack, *Corporate governance and blockchains*, in *Review of Finance* 21, 2017, 7-31

Recenti pubblicazioni

- 23** – maggio 2022
Quaderni giuridici Gli sviluppi tecnologici del diritto societario
a cura di
M. Bianchini, G. Gasparri, G. Resta, G. Trovatore, A. Zoppini
- 10** – luglio 2021
Discussion papers L'industria del post-trading
S.G. Lo Giudice
- 9** – gennaio 2021
Discussion papers Le OPA in Italia dal 2007 al 2019
Evidenze empiriche e spunti di discussione
F. Picco, V. Ponziani, G. Trovatore, M. Ventoruzzo; con introduzione a cura di R. Lener
- 22** – ottobre 2020
Quaderni giuridici The Prospectus Regulation
The long and winding road
S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale introduced by Carsten Gerner-Beuerle
- 88** – novembre 2019
Quaderni di finanza Who intends to become financially literate?
Insights from the Theory of Planned Behaviour
F.C. Billari, M. Gentile, N. Linciano, F. Saita
- 21** – settembre 2019
Quaderni giuridici A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della *Capital Market Union*?
Atti del convegno Banca d'Italia – Consob
Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018
- 20** – gennaio 2019
Quaderni giuridici La nuova via della seta e gli investimenti esteri diretti in settori ad alta intensità tecnologica
Il *golden power* dello Stato italiano e le infrastrutture finanziarie
S. Alvaro, M. Lamandini, A. Police, I. Tarola
- 19** – gennaio 2019
Quaderni giuridici Investitori istituzionali, governo societario e codici di *stewardship*:
Problemi e prospettive
S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli
- 18** – dicembre 2018
Quaderni giuridici Nuovi strumenti di politica industriale
per lo sviluppo e la quotazione delle PMI
S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo

- 7** – ottobre 2018
Position papers
La mappatura delle sedi di negoziazione in Italia dopo l'entrata in vigore di MiFID II/MiFIR
Divisione Mercati, Ufficio Vigilanza Infrastrutture di Mercato
- 17** – settembre 2018
Quaderni giuridici
Le partecipazioni dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi
S. Alvaro, F. Annunziata; con prefazione a cura di M. Stella Richter jr
- 87** – settembre 2018
Quaderni di finanza
Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy
G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano
- 16** – febbraio 2018
Quaderni giuridici
Tutela degli investitori e dei clienti degli intermediari e ADRs
Atti del convegno Consob - Arbitro per le Controversie Finanziarie - Università Luigi Bocconi
Milano, Università Bocconi, 11 luglio 2017
- 8** – gennaio 2018
Discussion papers
Il costo dei fondi comuni in Italia. Evoluzione temporale e confronto internazionale
G. Finiguerra, G. Frati, R. Grasso
- 86** – gennaio 2018
Quaderni di finanza
Non-bank institutional investors' ownership in non-financial companies listed in major European countries
F. Fancello, N. Linciano, L. Gasbarri, T. Giulianelli
- 15** – dicembre 2017
Quaderni giuridici
The marketing of MREL securities after BRRD. Interactions between prudential and transparency requirements and the challenges which lie ahead
S. Alvaro, M. Lamandini, D. Ramos Muñoz, E. Ghibellini, F. Pellegrini
- 85** – dicembre 2017
Quaderni di finanza
Board diversity and firm performance across Europe
A. Ciavarella
- 14** – novembre 2017
Quaderni giuridici
Effetti dei tassi di interesse negativi su mutui e obbligazioni a tasso variabile
Un'analisi dei profili giuridici e finanziari
S. Alvaro, A. Gentili, C. Mottura
- 84** – ottobre 2017
Quaderni di finanza
Challenges in ensuring financial competencies. Essays on how to measure financial knowledge, target beneficiaries and deliver educational programmes
N. Linciano and P. Soccorso Editors
- 7** – settembre 2017
Discussion papers
Implicazioni e possibili motivazioni della scelta di non quotarsi da parte delle medie imprese italiane
L. Giordano, M. Modena