

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista

di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

SECONDO SUPPLEMENTO

OTTOBRE / DICEMBRE

2025

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO⁺

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

ADRIANA ANDREI, ANGELA MARIA AROMOLO DE RINALDIS,
SEBASTIANO BELFI, GIOVANNI BERTI DE MARINIS, BENEDETTA
BONFANTI, ALESSANDRA CAMEDDA, ANDREA CARRISI, GABRIELLA
CAZZETTA, EDOARDO CECCHINATO, PAOLA DASSISTI, ANTONIO
DAVOLA, ANGELA GALATO, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO
GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI, PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, EMANUELA
MIGLIACCIO, GIANPAOLO PANETTA, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
ELEONORA RAJNERI, CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA,
DAVIDE TOCCOLI, VERONICA ZERBA (SEGRETARIO DI REDAZIONE)

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

IL PRESENTE FASCICOLO RACCOGLIE GLI ATTI DEL CONVEGNO «L'ORDINAMENTO FINANZIARIO ITALIANO VERSO IL MERCATO UNICO DEI CAPITALI. IMPATTI PER LE IMPRESE, GLI INTERMEDIARI, I MERCATI, LE AUTORITÀ DI VIGILANZA» TENUTOSI PRESSO L'UNIVERSITÀ CA' FOSCARI VENEZIA I GIORNI 8 E 9 MAGGIO 2025 NELL'AMBITO DEL PRIN_2020 – “AN ANALYSIS OF THE ITALIAN FINANCIAL LEGAL FRAMEWORK VIS-A-VIS THE CAPITAL MARKETS UNION ACTION PLAN: THE PERSPECTIVE OF REGULATORY FRAGMENTATION AND SUSTAINABILITY” (BANDO 2020 PROT. 2020SMP7A7).

NON SONO INCLUSE LE SEGUENTI RELAZIONI, IN QUANTO GIÀ OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SU QUESTA O SU ALTRE RIVISTE:

- A. BROZZETTI, UNIONE BANCARIA E MERCATO UNICO DEI CAPITALI: QUALCHE RIFLESSIONE SU SINERGIE E OSTACOLI ANCHE NELLA PROSPETTIVA DELLA “SIU”, IN EUROPEAN LAW AND FINANCE REVIEW, 2025, I, 90-102.
- G. DESIDERIO, IL SERVIZIO DI CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTI: PROSPETTIVE DI RIFORMA E CRITICITÀ NELLA RETAIL INVESTMENT UNION, IN QUESTA RIVISTA, 2025, I, 77-103.
- A. SACCO GINEVRI, APPUNTI SU DIRITTO DI RECESSO E MAGGIORAZIONE DEL VOTO, IN RIV. SOC., 2025, II, 372-382.
- M. SEPE, LA DECLINAZIONE NAZIONALE DELLA CAPITAL MARKETS UNION NELLA RIFORMA DELLA DISCIPLINA DEI MERCATI DEL TUF, IN RIV. TRIM. DIR. ECON., 2025, I, 301-321.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La Capital Markets Union delle Macchine (Processori di tutta Europa, unitevi!)

SOMMARIO: 1. La dimensione “digitale” della *Capital Markets Union*. – 2. La fase di “osservazione”: l’*Action Plan 2015*. – 3. La revisione dell’*Action Plan 2015* e l’*Action Plan 2020*. – 4. Transizione al diritto societario digitale e *Savings and Investments Union*. – 5. L’avvento della *machina sapiens*. I casi d’uso e i rischi. – 6. Lusinghe e misfatti della *platform governance* – 7. Qualche auspicio per il futuro.

1. La dimensione “digitale” della Capital Markets Union

Il tema delle tecnologie digitali (espressione qui adoperata per brevità al fine di indicare tutte le famiglie di programmi e sistemi basati sull’impiego del codice binario) intercetta le politiche miranti a realizzare l’Unione dei mercati dei capitali (in breve, secondo l’acronimo inglese, CMU) a livello di Unione europea sotto una molteplicità di profili.

Anzitutto, non sembrano esservi dubbi in ordine al ruolo che un mercato dei capitali europeo solido e ben funzionante potrebbe svolgere in vista di un obiettivo largamente condiviso, ossia la necessità di procedere celermente al superamento del divario tecnologico rispetto alle maggiori potenze su scala globale (USA e Cina anzitutto), mobilitando risorse finanziarie in grado di promuovere la creazione di “campioni” europei nell’industria dell’intelligenza artificiale e attenuando così la dipendenza strategica nei processi di innovazione.

In secondo luogo, l’industria dei servizi finanziari – fattore cruciale per la realizzazione della CMU – è forse il settore economico che fin dalla fine degli anni Ottanta del secolo scorso ha fatto più ampiamente ricorso all’innovazione digitale (basti qui citare l’esempio dell’utilizzo di sistemi per il trading automatico, giudicato tra i fattori scatenanti del Big crash del 1987¹, sperimentando per primo le potenzialità della piattaforme per consentire prima il passaggio dalla contrattazione “alle

¹ V. per tutti M. CARLSON, *A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response*, Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs Federal Reserve Board, Washington, D.C., 2007.

grida” alla contrattazione per via telematica e poi al trading algoritmico ad alta frequenza. Ricerche empiriche recenti hanno messo in luce i massicci investimenti in nuove tecnologie già realizzati o programmati, con una progressiva estensione dell’impiego dei nuovi strumenti a disposizione – da ultimo, l’intelligenza artificiale agentica – a tutte le aree di attività e a tutte le funzioni aziendali. Dopo la fase sperimentale, un ulteriore contributo delle nuove tecnologie all’efficienza delle infrastrutture di mercato e alla stessa attività di *compliance* e vigilanza è atteso dagli sviluppi dell’utilizzo delle *distributed ledger technologies*, dalla RegTech e dalla SupTech.

Un terzo elemento di intersezione tra il processo di unificazione del mercato dei capitali e l’innovazione tecnologica è rappresentato dalla capacità acquisita dalle “macchine” di lavorare al servizio degli obiettivi della CMU non solo come fattore di efficientamento del sistema finanziario, ma quale vero e proprio motore del processo di integrazione, superando barriere linguistiche e geografiche. Mi riferisco ai progressi resi possibili dal largo impiego dei *Large Language Model* e dalle loro pressoché infinite potenzialità applicative, che nel volgere di pochi anni – combinandosi con altre tecnologie, già in uso da tempo, di elaborazione, analisi e diffusione dei dati – ha indotto radicali innovazioni nel comportamento di investitori, imprese e mercati, aprendo scenari caratterizzati da rilevanti opportunità, ma al tempo stesso tutt’altro che immuni da rischi.

Di qui l’interesse ad analizzare – ed è per l’appunto questo il tema di cui intendo occuparmi – il ruolo che i documenti di *policy* dell’Unione, ed alcune delle iniziative di attuazione, affidano alle “macchine” al servizio degli obiettivi della CMU, delle conseguenze che possono derivarne alla luce degli ultimi sviluppi, nonché di alcune ipotesi di possibili interventi regolatori per fronteggiare i potenziali rischi di uso non corretto.

A questo fine, sembra opportuno anzitutto ripercorrere le tappe della progressiva presa di coscienza del rapporto fra innovazione tecnologica e CMU, che per semplicità possono distinguersi in tre fasi: la fase di “osservazione” del fenomeno, di cui si iniziano ad intravedere le potenzialità (2015-2017); la stagione dell’entusiasmo, forse un po’ troppo acritico (2017-2020); la transizione al diritto societario digitale,

che riceve nuovo impulso grazie ai Rapporti Draghi e Letta². Sullo sfondo vi è il nuovo obiettivo di creare un mercato unico dei capitali che non sia auto-referenziale (ossia funzionale agli interessi della stessa finanza), ma che sia capace di mobilitare i risparmi a vantaggio dell'economia reale (*Savings and Investments Union* – in breve, SIU), secondo le indicazioni del Rapporto Letta. Ciascuna di queste fasi rispecchia un determinato stadio della tecnologia e delle sue applicazioni già note e sperimentate.

2. La fase di “osservazione”: l'Action Plan 2015

L'Action Plan 2015 risale ad un'epoca in cui il fenomeno del Fintech era ancora agli esordi e al centro del dibattito pubblico vi era soprattutto il mondo dell'*open finance*, avvertito come una fonte di rischi più che come un'opportunità di inclusione finanziaria, nel timore che i *disruptor* potessero minacciare non solo gli *incumbent*, ma – operando al di fuori del sistema delle regole di vigilanza prudenziale – la stessa stabilità del sistema.

Non desta sorpresa, dunque che – a differenza dei successivi documenti di *policy* – non venga riservata un'attenzione specifica al tema degli effetti dell'innovazione tecnologica in termini di nuove opportunità per la CMU. Traspare tuttavia una certa curiosità per i nuovi canali di finanziamento, specie a vantaggio delle piccole e medie imprese, attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, la cui

² M. DRAGHI, *The future of European competitiveness. A competitiveness strategy for Europe*, settembre 2024, https://commission.europa.eu/document/download/97e481fd-2dc3-412d-be4c-f152a8232961_en?filename=The%20future%20of%20European%20competitiveness%20-%20A%20competitiveness%20strategy%20for%20Europe.pdf; E. LETTA, *Much more than a Market. Speed, Security, Solidarity - Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, aprile 2024, ed ivi a p. 109, quale parte di un più ambizioso progetto di creare un 28° regime di diritto degli affari attraverso l'adozione di un *European Business Code*, la proposta di creare una *Simplified European Company* (<https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf>). Da qui l'iniziativa nota come *Business Compass* della Commissione: Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, *A Competitiveness Compass for the EU*, gennaio 2025, 10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en.

regolamentazione si reputa peraltro “prematura” (e in effetti il regolamento europeo in materia verrà varato solo cinque anni dopo)³ e per la prestazione di servizi finanziari online (inizialmente, per i soli servizi di tipo tradizionale: servizi di pagamento, conto corrente, finanziamento e servizi assicurativi), principalmente allo scopo di accrescere la concorrenza nel campo dell’offerta alla clientela al dettaglio⁴. A quest’ultimo riguardo, all’*Action Plan* fa seguito ben presto una iniziativa di consultazione della Commissione, attraverso il Libro verde sui servizi finanziari, per valutare fra l’altro l’impatto della digitalizzazione sui servizi finanziari al dettaglio⁵. Lasciando da canto le iniziative sul fronte dei servizi di pagamento, le misure poi effettivamente adottate in attuazione dell’*Action Plan* hanno avuto ad oggetto il marketing online di quote di investimento collettivo, al fine di favorirne la distribuzione transfrontaliera⁶.

L’approccio pro-concorrenziale della Commissione UE, che intravede nel ricorso a Internet uno strumento essenziale per abbattere le barriere geografiche (i c.d. geo-blocchi imposti dai fornitori) a vantaggio del benessere dei consumatori, risulta particolarmente evidente nel Libro verde del 2015, che richiamando le precedenti iniziative⁷ inserisce le azioni dirette a realizzare la CMU tramite

³ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la Direttiva (UE) 2019/1937.

⁴ Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*, settembre 2015 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468>).

⁵ *Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio Prodotti migliori, maggiore scelta e più opportunità per consumatori e imprese*, COM/2015/0630 final, consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A52015DC0630>.

⁶ Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i Regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014; Direttiva (UE) 2019/1160 del Parlamento europeo e del Consiglio del 20 giugno 2019 che modifica le Direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo.

⁷ V., in particolare, il richiamo al Libro verde sui servizi finanziari al dettaglio nel mercato unico (COM/2007/0226 definitivo); e al Libro verde "Verso un mercato

l'offerta online di servizi finanziari al dettaglio⁸ nel quadro degli obiettivi del mercato unico digitale⁹. Restano sullo sfondo – pur se vengono evocati – i rischi per gli utenti, all'epoca individuati principalmente nella sicurezza informatica e nell'uso improprio dei dati personali.

3. *La revisione dell'Action Plan 2015 e l'Action Plan 2020*

La curiosità per le nuove tecnologie cede il passo all'entusiasmo in occasione della Revisione dell'*Action Plan 2015*, avvenuta ad appena due anni di distanza: «La fintech è in grado di offrire soluzioni in diversi segmenti e funzioni del mercato dei capitali, ad esempio: emissioni azionarie; governo societario; gestione di attivi; intermediazione negli investimenti; distribuzione di prodotti; infrastruttura di mercato post-negoziazione, compresi i servizi di custodia titoli»¹⁰.

A riprova dell'interesse ad esplorare le potenzialità dell'innovazione tecnologica in funzione degli obiettivi della CMU, la redazione del nuovo *Action Plan* è stata preceduta da alcuni importanti Documenti di studio, aventi ad oggetto prima l'impatto della digitalizzazione sul diritto societario in generale e poi specificamente in tema di rapporti con gli azionisti nonché di operazioni transfrontaliere¹¹.

europeo integrato dei pagamenti tramite carte, internet e telefono mobile" (COM/2011/0941 definitivo).

⁸ V. già la Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori e che modifica la Direttiva 90/619/CEE del Consiglio e le Direttive 97/7/CE e 98/27/CE.

⁹ Delineato dalla Comunicazione della Commissione "Strategia per il mercato unico digitale in Europa" (http://ec.europa.eu/priorities/digital-single-market/docs/dsm-communication_en.pdf).

¹⁰ V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali, punto 4.3. - *Sfruttamento delle potenzialità della tecnologia finanziaria* (COM/2017/0292 final), consultabile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52017DC0292>.

¹¹ V. THE INFORMAL COMPANY LAW EXPERT GROUP (ICLEG) *Report on Digitalisation in Company Law*, 2016 (<https://commission.europa.eu/system/files/2020-03/icleg-report-on-digitalisation->

Non a caso, nell' *Action Plan 2020* sono almeno tre i campi di azione in cui l'ICT è chiamata a giocare un ruolo fondamentale:

- Azione 1: si propone l'istituzione della piattaforma ESAP, destinata a fornire un punto di accesso unico europeo che permetta agli investitori di accedere senza soluzione di continuità a informazioni societarie sia in materia finanziaria che in materia di sostenibilità;

- Azione 12: per facilitare l'impegno degli investitori transfrontalieri (riprendendo qui i suggerimenti del *Report 2020* dell' *High Level Forum on the Capital Markets Union*)¹², si annuncia il proposito di chiarire e armonizzare ulteriormente le norme che disciplinano l'interazione tra investitori, intermediari ed emittenti, nonché di valutare le potenziali barriere normative nazionali all'uso delle nuove tecnologie digitali in campo societario, con speciale attenzione alle assemblee virtuali degli azionisti, ampiamente sperimentate a partire dalla stagione dell'emergenza sanitaria da Covid-19¹³;

24-march-2016_en_1.pdf); EUROPEAN PARLIAMENTARY RESEARCH SERVICE, *Cross-border mobility of companies and use of digital solutions in company law* 2018 ([https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI\(2018\)621851](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_BRI(2018)621851)); ERNEST&YOUNG, *Identification and assessment of legal and practical impediments for the use of digital tools for interaction between companies and their shareholders, Final Report to the European Commission*, 2018. V. inoltre il documento OECD, *Using digital technologies to strengthen shareholder participation*, 2021 (https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2021/05/using-digital-technologies-to-strengthen-shareholder-participation_a32ffef0fe52016-en.pdf).

¹² V. HIGH LEVEL FORUM ON THE CAPITAL MARKETS UNION, *A new Vision for Europe's capital markets. Final Report*, 2020, spec. raccomandazione 9, in cui si suggerisce una revisione mirata della Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017: «*Lack of harmonisation and standardisation across Member States of rules governing the attribution of entitlements to voting rights and shareholders' participation in corporate events prevent investors from the exercise of ownership rights and generally dissuade them from cross-border investment.*».

¹³ V. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *On possible national regulatory barriers to the use of new digital technologies in the interaction between investors, intermediaries and issuers (Action 12 of 2020 Capital Markets Union Action Plan*, 2022 (SWD(2022) 447 final), che così riassume il compito assegnato: «This Staff Working Document focuses on whether national regulatory barriers exist to the use of new digital technologies for establishing the identity of the company's shareholders, for participation and voting by shareholders in GMs or for any other purposes related

- Azione 14: la Commissione annuncia il progetto di istituire un sistema consolidato di pubblicazione post-negoziazione efficace ed esaustivo per gli strumenti di capitale e gli strumenti finanziari simili agli strumenti di capitale.

L'accesso su scala paneuropea alle informazioni rilevanti per le scelte di investimento e la rimozione degli ostacoli alla partecipazione attiva degli azionisti, indipendentemente dal luogo di residenza, sono resi possibili dall'innovazione tecnologica, dalla quale si attendono significativi progressi sul piano (fra l'altro) delle procedure di identificazione degli azionisti da parte degli emittenti, già previste (al pari della partecipazione a distanza alle assemblee dei soci) dalle Direttive sui diritti degli azionisti di società quotate¹⁴.

to the exercise of shareholder rights or other issuer, intermediary, shareholder interactions.».

¹⁴ Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, modificata successivamente dalla Direttiva (UE) 2017/828.

4. *Transizione al diritto societario digitale e Savings and Investments Union*

Le potenzialità delle reti di comunicazione già da tempo erano state utilizzate a servizio della creazione del mercato unico¹⁵, obiettivo al quale si richiamano sia vari documenti di *policy* pubblicati fra il 2020 e il 2021¹⁶, sia le prime iniziative per la digitalizzazione del diritto societario¹⁷.

I vantaggi derivanti dall'impiego delle tecnologie ICT, sia sul piano dell'accesso alle informazioni, sia sul piano del trattamento automatizzato, inducono le istituzioni europee dapprima ad incoraggiare il ricorso al linguaggio-macchina o quanto meno a dati strutturati in formati

¹⁵ Basti ricordare l'istituzione del BRIS: cfr. Direttiva 2012/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 giugno 2012, che modifica la direttiva 89/666/CEE del Consiglio e le direttive 2005/56/CE e 2009/101/CE del Parlamento europeo e del Consiglio in materia di interconnessione dei registri centrali, commerciali e delle imprese; Regolamento di esecuzione (UE) 2021/1042 della Commissione del 18 giugno 2021, che reca modalità di applicazione della Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le specifiche tecniche e le procedure necessarie per il sistema di interconnessione dei registri e che abroga il Regolamento di esecuzione (UE) 2020/2244 della Commissione.

¹⁶ Si vedano le Comunicazioni del 9 marzo 2021 dal titolo «Bussola per il digitale 2030: il modello europeo per il decennio digitale», «Una strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale», del 10 marzo 2020, e «Aggiornamento della nuova strategia industriale 2020: costruire un mercato unico più forte per la ripresa dell'Europa», del 5 maggio 2021.

¹⁷ V. la Direttiva (UE) 2019/1151 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, recante modifica della Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario; la Direttiva (UE) 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 che modifica la Direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere; e più recentemente la Direttiva (UE) 2025/25 del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 dicembre 2024 recante modifica delle Direttive 2009/102/CE e (UE) 2017/1132 per quanto concerne l'ulteriore ampliamento e miglioramento dell'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario.

standardizzati¹⁸, anche per favorire l'interoperabilità dei sistemi¹⁹, e di lì a poco a renderlo obbligatorio²⁰.

Uno snodo fondamentale nella creazione di grandi *repository* di dati, pubblicamente accessibili e idonei a permettere il trattamento automatizzato

¹⁸ Per le definizioni dei due tipi di formato v. art. 2, punti 3 e 4, del Regolamento (UE) 2023/2859 istitutivo dell'ESAP (ove si prevede altresì lo scambio di informazioni da macchina a macchina), che a sua volta rinvia alle definizioni di cui all'art. 2, punti 13 e 14, della Direttiva (UE) 2019/1024.

¹⁹ V. il Considerando 4 del Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione del 3 settembre 2018 che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti: «Per agevolare l'esercizio dei diritti degli azionisti e renderlo più efficace, in particolare a livello transfrontaliero, dovrebbe essere incoraggiato l'uso di tecnologie moderne nella comunicazione tra gli emittenti e i loro azionisti e da parte degli intermediari, compresi altri fornitori di servizi che partecipano a tali processi. Ogni comunicazione tra gli intermediari dovrebbe, nella misura del possibile, avvenire tramite formati leggibili a macchina e standardizzati che siano interoperabili e utilizzabili da tutti gli operatori e che consentano un trattamento interamente automatizzato (*straight-through processing*). Gli intermediari dovrebbero comunque rendere accessibili agli azionisti che non sono intermediari informazioni e mezzi per reagire secondo modalità ampiamente disponibili, e che consentano un trattamento interamente automatizzato da parte degli intermediari.».

²⁰ Il formato *machine-readable* è stato introdotto per le informazioni finanziarie delle società quotate, come noto, dal Regolamento delegato (UE) 2019/815 della Commissione, del 17 dicembre 2018 (Regolamento European Single Electronic Form, in breve ESEF, modificato dal Regolamento delegato (UE) 2026/283 della Commissione del 12 dicembre 2025). L'adozione dell'ESEF ha inciso anche sulle modalità di stoccaggio delle informazioni a norma dell'art. 21 della Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la Direttiva 2001/34/CE (più volte successivamente modificata) e (a seguito dell'integrazione nella relazione sulla gestione) anche sulla rendicontazione di sostenibilità (Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022). Negli altri casi è in genere previsto l'invio dei dati in formato strutturato, ma se richiesto dal diritto dell'Unione (attraverso l'imposizione di standard tecnici) l'invio deve avvenire in formato *machine-readable*: cfr. Regolamento (UE) 2024/3005 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2024 (rating ESG); Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (Regolamento prospetti).

anche per finalità di analisi e *reporting*²¹, è rappresentato dall'istituzione dell'*European Single Access Point* (in breve, ESAP), destinato a fornire un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità²².

Da ultimo, l'intersezione fra gli obiettivi dell'ulteriore rafforzamento del mercato interno all'insegna della creazione della *Savings and Investments Union* (SIU)²³, proposta nel Rapporto Letta, e l'imperativo del recupero di competitività lanciato dal Rapporto Draghi, hanno impresso una forte accelerazione alla digitalizzazione del diritto societario, con l'obiettivo di convogliare il risparmio verso gli investimenti produttivi, permettendo alle imprese di crescere e ai risparmiatori di incrementare la propria ricchezza.

²¹ Negli USA, come è noto, è stata avviata fin dal 1983 la prima fase sperimentale di EDGAR (acronimo di Electronic Data Gathering, Analysis, and Retrieval system), il sistema di disseminazione e stoccaggio relativo a emittenti quotati e investment fund, gestito dalla Securities and Exchange Commission e accessibile gratuitamente. Già a partire dal 2009, al fine di migliorare l'accesso alle informazioni rilevanti per i mercati mobiliari, sono stati progressivamente estesi gli obblighi di "trasparenza strutturata" [Structured Disclosure: <https://www.sec.gov/page/osdhistoryandrulmaking>].

²² Regolamento (UE) 2023/2859 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 dicembre 2023, che istituisce un punto di accesso unico europeo, nonché la Direttiva (UE) 2023/2864 del Parlamento europeo e del Consiglio del 13 dicembre 2023, che modifica talune direttive per quanto concerne l'istituzione e il funzionamento del punto di accesso unico europeo.

²³ Si veda la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni, *Unione del risparmio e degli investimenti Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, presentato dalla Commissione il 19 marzo 2025 (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52025DC0124>).

Le iniziative più recenti sono ispirate dall'opzione *digital by default*: si veda la recentissima proposta per l'introduzione di un 28° regime di diritto societario, in cui l'intero ciclo di vita dell'impresa è affidato ad una piattaforma centralizzata multilingue²⁴.

Il "capitalismo delle piattaforme"²⁵ si espande così oltre i confini del commercio elettronico e dei *social media*, coinvolgendo dapprima le grandi società quotate (basti pensare all'impiego di tale strumento per lo svolgimento delle assemblee societarie virtuali, e potenzialmente per l'intero processo di governance societaria), ed ora in prospettiva anche il mondo delle piccole e medie imprese. E ha ormai a disposizione le necessarie infrastrutture digitali, oltre ad una gran mole di dati, finanziari e non, "puliti" e affidabili, pronti ad essere processati.

5. *L'avvento della machina sapiens. I casi d'uso e i rischi*

La terza fase della digitalizzazione del diritto societario ha coinciso con lo sviluppo impetuoso della famiglia di tecnologie comunemente identificate con l'etichetta di intelligenza artificiale. I sistemi esperti, basati sull'implementazione di regole (nel tentativo di riprodurre il ragionamento umano) e caratterizzati da alta precisione ma solo entro un campo di azione assai limitato, sono stati di fatto soppiantati dai

²⁴ Il riferimento è alla proposta della Commissione per l'istituzione di uno strumento euro-unitario pensato in funzione delle esigenze di operatività transfrontaliera a costi ridotti, tipiche delle start up e delle piccole e medie imprese, denominato EU Inc.: v. Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, 18 marzo 2026, COM(2026) 320 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52026DC0320>, che propone il nuovo modello organizzativo euro-unitario EU Inc. (Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th Regime Corporate Legal Framework - "EU Inc.", https://commission.europa.eu/document/download/3e9822aa-8cef-40a1-904e-a53fc68e7265_en?filename=Proposal%20for%20an%20EU%20Inc%20corporate%20legal%20framework.pdf). Le finalità perseguite possono leggersi nel documento COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Impact Assessment Report Accompanying the Document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th Regime Corporate Legal Framework - 'EU INC* (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:1c49b57d-22df-11f1-8c3a-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_1&format=PDF).

²⁵ V. *infra*, § 6.

sistemi basati su logiche inferenziali e reti neurali profonde, in grado di produrre analisi, formulare predizioni o addirittura prendere decisioni sulla base di valutazioni probabilistiche alimentate dai dati. A partire dal 2022 (ma la progettazione e sperimentazione sono state avviate più di dieci anni prima) si sono diffuse le applicazioni che impiegano i c.d. *Foundation Model*, addestrati sulla base di enormi quantità di dati e in grado di svolgere una molteplicità di compiti “creativi” (c.d. intelligenza artificiale generativa); fra questi rientrano i *Large Language Model* (in breve, LLM), specializzati nelle funzioni che implicano l’uso del linguaggio, in forma parlata (NLP, *Natural Language Processing*), scritta (testi) o simbolica (codici di programmazione). Infine, l’aggiunta di ulteriori componenti ad un LLM ha permesso di sviluppare la c.d. IA Agentica, in grado di raggiungere autonomamente un obiettivo pianificando le azioni da compiere e valutando i risultati in modo da auto-correggersi²⁶.

Le indagini sull’utilizzo dell’AI generativa basata su LLM mostrano come sia particolarmente apprezzata la sua capacità di produrre output, in forma testuale o discorsiva, sulla base dell’input immesso dall’utente (prompt), grazie alla padronanza del linguaggio, che permette di analizzare grandi masse di documenti, o qualsiasi altra fonte, anche sotto forma di dati “non strutturati” (paradossalmente, le nuove macchine non hanno più bisogno del linguaggio-macchina), di curarne la sintesi o la traduzione multilingue, di fornirne un’interpretazione (anche anticipando tendenze future, grazie alla c.d. *sentiment analysis*) e di occuparsi dell’attività di *reporting*.

Sistemi di intelligenza artificiale di tipo tradizionale e di IA generativa sono in grado, poi, di collaborare fra loro per risolvere problemi complessi, in cui sono necessarie tanto la capacità di produrre dati quantitativi con grande precisione, quanto la capacità di spiegare i dati fornendo una interpretazione coerente.

²⁶ La letteratura in argomento (anche giuridica) è ormai vastissima; per una spiegazione tecnica comprensibile anche per i non addetti ai lavori, si rinvia a N. CRISTIANINI, *La scorciatoia. Come le macchine sono diventate intelligenti senza pensare in modo umano*, Bologna, 2023; ID., *Machina sapiens. L'algoritmo che ci ha rubato il segreto della conoscenza*, Bologna, 2024; ID., *Sovrumano. Oltre i limiti della nostra intelligenza*, Bologna, 2025.

Un esempio illuminante di questa interazione è data dall'utilizzo dell'AI nell'ambito delle assemblee virtuali su piattaforma, che ho chiesto a ChatGPT di analizzare. In sintesi, l'AI tradizionale cura l'identificazione degli aventi diritto ad intervenire, e in genere gli aspetti relativi alla sicurezza, provvede alle operazioni di voto, controlla il rispetto delle regole e assicura la *compliance*; l'AI generativa modera la discussione (ad esempio rilevando i casi di uso di un linguaggio inappropriato), fornisce assistenza ai partecipanti, redige il verbale, provvede ad elaborare sintesi e a dare spiegazioni, e si occupa della *investor relation* (analisi del *sentiment* degli interventi, clustering dei temi discussi, identificazione di criticità).

Molte altre cose utilissime può fare l'AI generativa nella governance societaria a vantaggio della partecipazione attiva degli azionisti: può formulare raccomandazioni di voto (pare che vi facciano largo ricorso gli stessi consulenti di voto); selezionare le domande più frequenti in sede di informazione pre-assembleare per la pubblicazione delle risposte sul sito web dell'emittente, e magari collaborare in veste di chatbot anche in fase di evasione delle richieste; preparare *report*, curare la redazione di analisi di scenario, ecc.

Le macchine sembrano in grado, in ultima analisi, di realizzare il paradigma hayekiano di un mercato perfettamente informato, grazie alla capacità di trasformare dati in informazioni curandone la disseminazione, e addirittura di servirsene in autonomia per attuare decisioni senza alcun intervento umano. Sempre che, naturalmente, ad esse si affianchi la supervisione umana, ad evitare le conseguenze dei difetti di funzionamento segnalati dall'esperienza, quali i *bias* e le c.d. allucinazioni (ossia la tendenza ad inventare pur di dare una risposta)²⁷.

²⁷ Tali aspetti sono stati indagati soprattutto nell'ambito del mercato finanziario. Per un interessante indagine empirica sugli effetti paradossali della consulenza affidata all'intelligenza artificiale, v. C. A. SALIYA, *Algorithmic Paradox and Market Integrity: A Critical Analysis of AI-Driven Investment Recommendations in the Colombo Stock Exchange* (October 06, 2025). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5569941>; per gli effetti sull'attività di negoziazione v. I. GUFLER *et al.*, *(Deep) Learning to Trade: An Experimental Analysis of AI Trading and Market Outcomes*, (March 04, 2025). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5375160>, e con specifico riguardo all'IA agentica, W. DOU *et al.*, *Financial Market Fragility in the Era of AI Planning* (November 18, 2025). HKUST Business School Research Paper No. 2025-246, The Wharton School Research Paper, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5763222>. Per un panorama completo delle problematiche legate all'uso dell'intelligenza artificiale in

Alcuni casi d'uso, tuttavia, destano qualche preoccupazione. Mi riferisco, in particolare, all'impiego dell'intelligenza artificiale nelle attività di *investor intelligence*: ormai da decenni diffuse (specie negli USA) ma per lungo tempo svolte sulla base delle risultanze del libro dei soci e tramite contatto diretto fra esseri umani. Per contro più di recente, e specie nel corso dell'ultimo decennio, hanno potuto contare sul lavoro delle macchine, grazie all'ampia disponibilità di dati di varia origine e grado di affidabilità, dai documenti societari ufficiali raccolti nei sistemi di stoccaggio delle informazioni, alle notizie di stampa, ai post pubblicati su siti di vario genere, e per finire alle opinioni che circolano sui social media. Tali attività consistono anzitutto nell'identificazione dei "bersagli" (*in primis* gli azionisti), poi nella profilazione al fine di formare cluster di individui con caratteristiche omogenee, consentendo così di produrre e veicolare contenuti "mirati" con lo scopo di fidelizzare investitori attuali e potenziali, non diversamente da quanto avviene già massicciamente nei confronti dei consumatori, attivando un meccanismo che è stato efficacemente definito di "*crypto-violence*"²⁸.

ambito societario v. i contributi raccolti nel volume a cura di N. ABRIANI E R. COSTI, *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, Milano, 2023.

²⁸ J. DOMINGO-FERRER, *Le capitalisme de plate-forme: cryptoviolence symbolique par aliénation et contrôle (Platform Capitalism: Symbolic Cryptoviolence Through Alienation and Control)* (June 18, 2024). Available at SSRN:<https://ssrn.com/abstract=4876375>; M. GUIHOT, H. MCNAUGHT, *Platform Power, Technology, and Law: Consumer Powerlessness in Information Capitalism* (April 22, 2021), in *Law Innovation and Technology*, 2022, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3831655>; Più recentemente, v. in argomento le considerazioni critiche (pur non condividendo affatto una visione distopica del ruolo dei *social media*) di P. MATERA, *Between Promise And Power: Artificial Intelligence, Shareholder Activism, And The Corporate Governance Of The Next Generation*, 31 *Journal of Science & Technology Law* 1 (2026), https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=5160&context=faculty_scholarship.

Basta inserire l'espressione "*investor intelligence*" in un motore di ricerca, per rendersi conto di quanto sia ampia l'offerta di servizi funzionali alla creazione di canali di comunicazione con l'azionariato basati sulle nuove tecnologie (lo stesso Nasdaq opera in questo settore tramite una società del gruppo, Nasdaq IR Intelligence), tema che forse merita attenzione, ma non viene solitamente neppure sfiorato dagli studiosi (prevalentemente nordamericani) che esaltano le virtù della *platform governance*. Il problema è che a veicolare contenuti studiati in base ai risultati dell'*investor intelligence* sono precisamente le piattaforme (proprietarie, come nel caso della Disney, oppure gestite da terzi e che ospitano le pagine *social* allestite e moderate dall'emittente); il ruolo di questi canali ha tuttavia di recente attratto l'attenzione del forum Corporate governance di Harvard, che ha pubblicato diversi post in cui si segnala l'impatto delle campagne sul sostegno al board e sull'abbandono delle iniziative di M&A²⁹.

Per comprendere meglio il ruolo dell'intelligenza artificiale (e in particolare di quella generativa), mi sono affidata ancora una volta alle risposte di ChatGPT, scoprendo che in effetti l'intelligenza artificiale gioca un ruolo cruciale, anzitutto nel processo di identificazione degli azionisti (compresi quelli "indiretti", o che semplicemente hanno frazionato il proprio pacchetto azionario in una pluralità di conti presso intermediari diversi, frustrando così le possibilità di identificazione tramite la procedura regolata). L'IA riesce infatti ad acquisire una visione integrata partendo da dati di fonte diversa (libro dei soci, informazioni regolamentate, dati di mercato, notizie di varia fonte), nonché dall'identificazione tramite piattaforma in sede di intervento in assemblea. Con varie tecniche (*fuzzy matching*, *graph analysis*, *knowledge graph*) riesce a ricostruire la rete di relazioni fra individui e/o istituzioni, e a tracciare grafi di partecipazione (chi controlla chi, relazioni tra fondi, catene di proprietà). In mancanza di dati certi ricorre a procedure inferenziali (probabili detentori di azioni, movimenti di fondi, comportamento di investitori simili), o ai c.d.

²⁹ V. *Harvard Corporate Governance Forum: AI and the Future of Proxy Research: How New Tools Are Reshaping Stewardship Workflows; The Recent Evolution of Shareholder Activism in the United States*, Posted by Matteo Tonello, The Conference Board, Inc., on Wednesday, December 24, 2025; *Can Social Media Inform Corporate Decisions? Evidence from Merger Withdrawals*, Posted by J. Anthony Cookson (University of Colorado Boulder), Marina Niessner (Indiana University), and Christoph Schiller (The Ohio State University), on Monday, December 22, 2025.

device fingerprinting (ossia le “impronte” lasciate in rete dai dispositivi), eventualmente incrociando queste informazioni con gli indirizzi IP. Procede poi alla profilazione e al clustering, e a questo scopo (oltre che per la stessa identificazione degli azionisti) si avvale anche dell’analisi del comportamento tenuto durante l’assemblea su piattaforma (interventi, domande, segnali di interesse), del voto espresso e dei *sentiment* catturati grazie all’attività di sintesi degli interventi e di verbalizzazione, che utilizza anche in chiave predittiva (probabilità di dissenso futuro, rischio di attivismo, cambiamento di strategia degli investitori).

Anche in questo genere di attività AI tradizionale e AI generativa collaborano, con ruoli diversi: la prima si occupa della disambiguazione, del clustering e delle reti di relazioni; la seconda spiega la struttura dell’azionariato, sintetizza i profili degli investitori, redige i *report* e cura l’analisi di news e sentimenti. Infine, sempre l’IA generativa suggerisce quali investitori contattare, personalizza le comunicazioni e ottimizza *roadshow* e incontri.

In questo modo l’*investor intelligence* si è trasformata in una funzione strategica, predittiva e non più solo descrittiva, integrata con la *sentiment analysis* e in grado di attingere ad una pluralità di fonti, social media compresi. Il risultato non è una lista perfetta, bensì “una mappa probabilistica e dinamica” (parole testuali di ChatGPT); qualcuno potrebbe commentare che il capitalismo della sorveglianza è sbarcato in Borsa.

6. *Lusinghe e misfatti della platform governance*

Il passaggio al modello c.d. di *platform governance*, di fatto, potrebbe essere il precipitato dell'interazione tra assemblee virtuali su piattaforma, *social media* aziendali con forum di discussione aperti ai portatori di interesse e *investor intelligence*, grazie al supporto dell'intelligenza artificiale. Secondo una corrente di pensiero, sarebbe questo il migliore rimedio ai mali che affliggono le grandi imprese "tradizionali", dalla burocratizzazione allo *short termism*³⁰. Newsletter innovative, rendiconti finanziari interattivi, comunicazioni "mirate" per specifiche categorie di destinatari sono fra i mezzi più efficaci di cui un numero crescente di emittenti quotati si avvale per attrarre e fidelizzare l'azionariato, applicando le stesse tecniche da tempo sperimentate dalle piattaforme commerciali nei rapporti con i consumatori, tanto da reclutare *storyteller* o nominare *influencer* nei consigli di amministrazione per migliorare lo stile e la qualità della comunicazione. Alcune indagini empiriche sottolineano una correlazione di segno positivo tra tali innovazioni e la capacità di attrarre gli investitori, nonché gli effetti benefici sugli stessi indicatori di performance dell'emittente³¹.

³⁰ I. IVANINSKIY, *The Impact of the Digital Transformation of Business on Corporate Governance. An Overview of Recent Studies*, in *Journal of Corporate Finance Research*, Vol. 13, No. 3, (2019), 36 ss.; M. FENWICK, J. A. MCCAHERY, E.P. VERMEULEN, *The End of 'Corporate' Governance: Hello 'Platform' Governance*, in *European Business Organization Law Review* (2019) Vol. 20, 171 ss.; M. FENWICK, W. A. KAAL, E. P. VERMEULEN, *The 'Unmediated' and 'Tech-Driven' Corporate Governance of Today's Winning Companies*, in *New York University Journal of Law and Business*, 16(1), 75 ss.; H. A. KHUDOYKULOV, A. B. SHEROV, *Digital Economy Development in Corporate Governance of Joint Stock Company*, in *Journal of Economy and Business*, vol. 3-2 (73), (2021), 217 ss. Ma v. in senso opposto le acute considerazioni di L. ENRIQUES, D. A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *72 Hastings L.J.*, (2020), 55 ss.

³¹ U. BERTO et al., *Stakeholder Engagement on Social Media and Firm Performance: Evidence from Multi-Platform Digital Interactions*, in *J. Risk Financial Manag.* 2026, 19(2), 107; <https://doi.org/10.3390/jrfm19020107>; L. A. CUNNINGHAM, *Initiative on Quality Shareholders Highlights*, C-Leaf Occasional Paper Series (Fall 2020); ID., (2021), *Lessons from Quality Shareholders on Corporate Governance Practice, Research and Scholarship*, in *The Business & Finance Law Review* (Vol. 5:1), 1 ss.

Per sgomberare subito il campo da possibili equivoci, occorre partire dall'assunto che le tecniche di *platform governance*, o comunque le altre forme di dialogo basate su strumenti ICT, non siano un mezzo per aggirare/violare la disciplina in materia di informazioni riservate. A parte i profili di responsabilità, la semplice eventualità che la comunicazione possa comportare un "contatto" tale da legare le mani rispetto ad un'eventuale attività di *trading* sul titolo, infatti, sarebbe sufficiente a tener lontani gli investitori istituzionali, e cioè precisamente una componente essenziale di quei *quality shareholders* che l'emittente si propone di attrarre. La pubblicazione del comunicato sul sito internet o sul profilo Facebook ufficiale dell'emittente, infatti, non assolve all'obbligo di disseminazione dell'informazione *price sensitive*, e dunque non può precederla. E lo stesso dovrebbe dirsi per ogni palese violazione delle regole che governano il mercato mobiliare, se si vuole ragionare sull'argomento partendo dalla fisiologia e non dalla patologia.

Nella terra d'origine, tuttavia, lo sviluppo di strategie di personalizzazione del dialogo fra emittenti e azionisti ispirate al modello delle piattaforme commerciali non ha incontrato l'ostacolo principale, inevitabilmente frapposto dal diritto euro.unitario, ossia la protezione dei dati personali: con quel che ne consegue sul piano della responsabilizzazione del titolare e del responsabile del trattamento secondo il GDPR, a partire dalla necessità di un'idonea base giuridica per il trattamento, dalla necessità di specificarne le finalità (con divieto di ulteriore trattamento), e via discorrendo.

Rispetto alle tecniche di profilazione dei consumatori, l'utilizzo dei dati personali degli azionisti (e, se questi sono persone giuridiche, delle persone fisiche in ruoli-chiave) pone un problema in più: nel caso delle comuni piattaforme si può ricorrere a tecniche di anonimizzazione del dato "pescato nel mucchio"; nel caso in esame per contro si dovrebbe partire precisamente dall'identificazione. L'introduzione di regole dirette a permettere agli emittenti quotati l'identificazione dei propri azionisti "non irrilevanti" (art. 3-*bis* della Direttiva 2007/36, nel testo modificato) rappresenta una misura funzionale all'obiettivo di favorire la partecipazione attiva di un nucleo tendenzialmente stabile di azionisti, esterni al gruppo di comando, ma potenzialmente inclini a condividerne le strategie di medio-lungo periodo. Di tale complessa procedura, peraltro, sembra non esservi più necessità, potendosi pervenire allo

stesso risultato (se non addirittura a un risultato migliore), come si è detto, grazie all'intelligenza artificiale.

L'*authority* di settore europea aveva a suo tempo tentato, in verità, di contenere entro limiti accettabili la compressione del diritto alla protezione dei dati personali³²; tuttavia, il richiamo alla Carta fondamentale dei diritti e alla normativa sulla *privacy* è poi rimasto solo nel Preambolo (cfr. *considerando* nn. 52-53). La comunicazione con gli azionisti, secondo il tenore letterale della Direttiva, sembra per vero correlata alla finalità di consentire loro l'esercizio dei diritti e l'*engagement* ("I dati personali degli azionisti sono trattati a norma del presente articolo per permettere alla società di identificare i suoi azionisti esistenti al fine di comunicare con loro direttamente, nell'ottica di facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli azionisti con la società"); ma poi si aggiunge che "Gli Stati membri possono disciplinare per legge il trattamento dei dati personali degli azionisti per altre finalità."

Nel caso in cui il canale prescelto per il dialogo con gli azionisti fosse in grado di procedere al tracciamento, contribuendo così alla raccolta di informazioni utili alla profilazione, dovrebbero entrare in gioco anche le prescrizioni al riguardo dell'*Artificial Intelligence Act*.

E di questi problemi sembra consapevole anche ChatGPT, che alle mie interrogazioni sul ruolo dell'intelligenza artificiale nella gestione delle assemblee virtuali e nell'identificazione/profilazione degli azionisti ha risposto con una serie di *caveat* rispetto ai rischi di violazione del GDPR.

³² V. spec. *Opinion of the European Data Protection Supervisor on the Commission Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC*, in cui si suggeriva fra l'altro di specificare e limitare "the purposes for which the information disclosed may be used (i.e. facilitation of the exercise of the rights of the shareholder)" (par. 2.3, punto 17).

7. *Qualche auspicio per il futuro*

Il diritto della protezione dei dati personali, in verità, non sembra la cornice più appropriata per la soluzione dei problemi dell'informazione societaria basata sulle tecnologie ICT, e in particolare sulle applicazioni dell'intelligenza artificiale. Non solo perché si registra negli ultimi tempi una diffusa propensione a rivalutare il legittimo interesse del titolare del trattamento quale base giuridica idonea: il che rischia di mettere in gran parte fuori gioco il sistema del GDPR, dato che rispetto al dialogo con gli investitori (il cui fondamento è nella stessa Direttiva SHR II) tale interesse in capo all'emittente sembra difficilmente contestabile.

La ragione principale, a mio avviso, è un'altra. La tutela degli investitori non può essere assicurata (o meglio, non solo) nella prospettiva dei diritti fondamentali della persona, poiché deve essere garantita sul piano della qualità dell'informazione societaria, a tutela del risparmio, dell'integrità e dell'efficienza del mercato dei capitali.

La convinzione che non si possa prescindere dalla transizione digitale, anche nell'ambito del governo societario, è ormai talmente radicata sia fra i *policy maker* che presso l'opinione pubblica, da non richiedere più neppure una solenne enunciazione fra le azioni dirette a realizzare la *Savings and Investments Union*: si fa e basta. Tuttavia, questo non elimina (al contrario, rende ancora più urgente) la necessità di estendere ai nuovi canali di dialogo la stessa attenzione che viene riservata a tutte le comunicazioni degli emittenti che fanno appello al mercato del capitale di rischio, fosse anche un semplice annuncio pubblicitario. Nel momento in cui l'Unione europea si propone di convogliare il risparmio verso gli investimenti produttivi, e annuncia a questo scopo l'intenzione di rafforzare i meccanismi di vigilanza e supervisione, questo aspetto non dovrebbe essere trascurato³³. Nei

³³ Cfr. per analoghe considerazioni sull'insufficienza del quadro normativo attuale W. J. MAGNUSON, *Artificially Intelligent Markets* (February 26, 2026). 16 *Harvard Business Law Review* (forthcoming), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6308440>; R. KHALIL, *AI Driven Sentiment Analysis in Financial Markets: Using Transformer Base Models and Social Media Signals for Stock Market Predictions* (January 16, 2026). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6148927> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.6148927>. Sui rischi di frode e manipolazione, v. T. C. LIN, *Artificial Intelligence, Misinformation,*

programmi per diffondere a livello di massa l'educazione finanziaria, non dovrebbero mancare i *caveat* sui rischi dell'intelligenza artificiale. Nell'attesa, dovrebbero essere gli stessi emittenti a valutare responsabilmente il potenziale impatto della *platform governance*, nell'ambito delle politiche per la gestione del rischio, e a dar conto delle soluzioni prescelte nell'informazione sul governo societario³⁴.

and Market Misconduct (August 27, 2025). 85 *Ohio State Law Journal* 685 (2025), Temple University Legal Studies Research Paper Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=5409945>.

³⁴ Soluzione analoga per gli analisti finanziari è sostenuta da K. WANG, *AI Adoption in Financial Markets and Information Quality* (March 14, 2026). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=6417018>.