

## Strumenti finanziari in forma digitale

**Decreto legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modificazioni dalla legge 10 maggio 2023, n. 52** – Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech.

Il Presidente della Repubblica

Visti gli articoli 77 e 87, quinto comma, della Costituzione;

Visto il regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE ed in particolare, l'articolo 18;

Visto il regio decreto 16 marzo 1942, n. 262, recante «Approvazione del testo del Codice civile»;

Vista la legge 29 dicembre 1962, n. 1745, recante «Istituzione di una ritenuta d'acconto o di imposta sugli utili distribuiti dalle società e modificazioni della disciplina della nominatività obbligatoria dei titoli azionari» e in particolare, l'articolo 4;

Vista la legge 24 novembre 1981, n. 689, recante «Modifiche al sistema penale»;

Visto il decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, recante «Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia»;

Visto il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, recante «Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52»;

Visto il decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, recante «Codice delle assicurazioni private»;

Visto il decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39, recante «Attuazione della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, che modifica le direttive 78/660/CEE e 83/349/CEE, e che abroga la direttiva 84/253/CEE»;

Visto il decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, recante «Misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi» e in particolare, l'articolo 36;

Ritenuta la straordinaria necessità e urgenza di adottare e di pubblicare, entro il 23 marzo 2023, le disposizioni necessarie per conformarsi alla modifica dell'articolo 4, paragrafo 1, punto 15, della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE, che introduce una nuova definizione di strumento finanziario includendovi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito;

Rilevata la straordinaria necessità e urgenza di introdurre la relativa disciplina in materia di emissione e la circolazione tramite il ricorso a tecnologie a registro distribuito (DLT) al fine di evitare che gli operatori italiani si trovino in svantaggio competitivo rispetto ad altri operatori stabiliti in Stati membri;

Vista la deliberazione del Consiglio dei ministri, adottata nella riunione del 16 marzo 2023;

Sulla proposta del Presidente del Consiglio dei ministri, del Ministro per gli affari europei, il Sud, le politiche di coesione e il PNRR e del Ministro dell'economia e delle finanze;

EMANA

il seguente decreto-legge:

## **Capo I**

### **Definizioni e ambito di applicazione**

#### **Art. 1. Definizioni**

1. Ai fini dei capi dal II al VII del presente decreto si intendono per:

a) «forma digitale»: la circostanza che taluni strumenti finanziari esistono soltanto come scritturazioni in un registro per la circolazione digitale;

b) «tecnologia a registro distribuito» o «DLT»: la tecnologia di cui all'articolo 2, punto 1), del regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 30 maggio 2022;

c) «strumenti finanziari digitali»: gli strumenti finanziari di cui all'articolo 2, comma 1, del presente decreto emessi su un registro per la circolazione digitale;

d) «registro per la circolazione digitale» o «registro»: un registro come definito dall'articolo 2, punto 2), del regolamento (UE) 2022/858 utilizzato per l'emissione di strumenti finanziari digitali ai sensi del presente decreto;

e) «emittente»: il soggetto che emette o intende emettere strumenti finanziari digitali;

f) «infrastruttura di mercato DLT»: un MTF DLT, un SS DLT o un TSS DLT;

g) «MTF DLT»: un sistema multilaterale di negoziazione DLT, come definito all'articolo 2, punto 6), del regolamento (UE) 2022/858;

h) «SS DLT»: un sistema di regolamento DLT, come definito all'articolo 2, punto 7), del regolamento (UE) 2022/858;

i) «TSS DLT»: un sistema di negoziazione e regolamento DLT, come definito all'articolo 2, punto 10), del regolamento (UE) 2022/858;

j) «gestore di un'infrastruttura di mercato DLT»: l'impresa di investimento, il gestore del mercato o il CSD specificamente autorizzati ai sensi del regolamento (UE) 2022/858 a gestire un MTF DLT, un SS DLT o un TSS DLT;

k) «gestore del SS DLT o del TSS DLT»: il CSD, l'impresa di investimento o il gestore del mercato specificamente autorizzati ai sensi del regolamento (UE) 2022/858 a gestire un SS DLT o un TSS DLT;

l) «responsabile del registro»: l'emittente, o il soggetto terzo individuato come responsabile del registro dall'emittente, iscritto nell'elenco di cui all'articolo 19, comma 1;

m) «TUF»: testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;

n) «TUB»: testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385;

o) «soggetti vigilati»: i depositari centrali, le banche, le imprese di investimento, i gestori, gli intermediari iscritti all'albo previsto dall'articolo 106 del TUB, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, autorizzati ai sensi del TUB o del TUF;

p) «gruppo»: il gruppo bancario di cui all'articolo 60 del TUB, il gruppo di imprese di investimento di cui all'articolo 11 del TUF, il gruppo di intermediari finanziari iscritti all'albo previsto dall'articolo 106 del TUB, il gruppo di imprese di assicurazione o riassicurazione di cui all'articolo 210 del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209;

q) «procedura di gestione della crisi»: la procedura di risoluzione o di liquidazione coatta amministrativa o giudiziale;

r) «imprese di assicurazione o riassicurazione»: le imprese di cui all'articolo 1, comma 1, lettere t) e cc), del codice di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209;

s) «ente creditizio»: il soggetto di cui all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1), del regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013;

t) «depositari centrali» o «CSD»: i soggetti indicati nell'articolo 2, paragrafo 1, punto 1), del regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014;

u) «MTF»: i sistemi multilaterali di negoziazione di cui all'articolo 1, comma 5-octies, lettera a), del TUF;

v) «gestori»: i soggetti di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), del TUF ;

v-bis) «stabiliti in Italia»: i soggetti aventi sede legale, succursale o sede secondaria nel territorio della Repubblica.

2. Ove non diversamente specificato, si applicano le definizioni del TUB e del TUF.

## **Art. 2. Ambito di applicazione**

1. Le disposizioni dei capi I, II, III e V del presente decreto si applicano con riferimento alle seguenti categorie di strumenti finanziari:

a) alle azioni di cui al libro quinto, titolo V, capo V, sezione V del codice civile;

b) alle obbligazioni di cui al libro quinto, titolo V, capo V, sezione VII del codice civile;

c) ai titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'articolo 2483 del codice civile;

d) agli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, nonché ai titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani;

e) alle ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani;

f) agli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano;

g) alle azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani di cui all'articolo 1, comma 1, lettera D), del TUF .

h) agli ulteriori strumenti individuati ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera b).

2. Resta fermo quanto previsto dall'articolo 3 del regolamento (UE) 2022/858.

## **Capo II**

### **Disposizioni comuni per l'emissione e circolazione in forma digitale**

#### **Art. 3. Emissione e trasferimento degli strumenti finanziari digitali**

1. L'emissione e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali sono eseguiti attraverso scritturazioni su un registro per la circolazione digitale tenuto da un responsabile del registro, dal gestore di un SS DLT o TSS DLT, dalla Banca d'Italia o dal Ministero dell'economia e delle finanze o dagli ulteriori soggetti eventualmente individuati con il regolamento adottato ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera i).

2. Gli strumenti finanziari digitali emessi ai sensi del presente decreto non sono soggetti all'applicazione degli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell'articolo 83-bis, comma 2, del TUF.

#### **Art. 4. Requisiti dei registri per la circolazione digitale**

1. I registri per la circolazione digitale:

a) assicurano l'integrità, l'autenticità, la non ripudiabilità, la non duplicabilità e la validità delle scritturazioni attestanti la titolarità e il trasferimento degli strumenti finanziari digitali e i relativi vincoli;

b) consentono, direttamente o indirettamente, di identificare in qualsiasi momento i soggetti in favore dei quali sono effettuate le scritturazioni, la specie e il numero degli strumenti finanziari digitali da ciascuno detenuti, nonché di renderne possibile la circolazione;

c) consentono al soggetto in favore del quale sono effettuate le scritturazioni di accedere in qualsiasi momento alle scritturazioni del registro relative ai pro-

pri strumenti finanziari digitali ed estrarre copia in formato elettronico per tutti i fini previsti dalla legge;

c-bis) prevenengono la perdita o la modifica non autorizzata dei dati e delle scritturazioni relative agli strumenti finanziari digitali per l'intera durata della scritturazione;

d) consentono la scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali, secondo quanto previsto dall'articolo 9;

e) garantiscono l'accessibilità da parte della Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) e della Banca d'Italia per l'esercizio delle rispettive funzioni;

f) consentono di identificare ai fini dell'articolo 9:

- 1) la data di costituzione del vincolo;
- 2) gli strumenti finanziari digitali o la specie degli stessi;
- 3) la natura del vincolo ed eventuali altre indicazioni supplementari;
- 4) la causale del vincolo e la data dell'operazione oggetto di scritturazione;
- 5) la quantità degli strumenti finanziari digitali;
- 6) il titolare degli strumenti finanziari digitali;
- 7) il beneficiario del vincolo e, ove comunicata, l'esistenza di una convenzione fra le parti per l'esercizio dei diritti;
- 8) l'eventuale data di scadenza del vincolo.

#### **Art. 5. Effetti della scritturazione su registro**

1. A seguito dell'avvenuta scritturazione nel registro, il soggetto in favore del quale è effettuata ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali oggetto della medesima, secondo la disciplina propria di essi e delle disposizioni del presente decreto.

2. Il soggetto a favore del quale è effettuata la scritturazione nel registro dispone degli strumenti finanziari digitali in conformità con quanto previsto dalle disposizioni vigenti in materia.

3. La verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti connessi agli strumenti finanziari digitali è effettuata dall'emittente sulla base delle scritturazioni del registro.

4. Colui il quale ha ottenuto la scritturazione a suo favore di uno strumento finanziario digitale in un registro, in base a un titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari.

#### **Art. 6. Eccezioni opponibili**

1. All'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti finanziari digitali da parte del soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione, l'emittente può opporre soltanto le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti.

#### **Art. 7. Diritto d'intervento in assemblea ed esercizio del voto**

1. La legittimazione all'intervento in assemblea e all'esercizio del diritto di voto è determinata con riferimento alle scritturazioni del registro rilevate al ter-

mine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente o con le ulteriori modalità determinate con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera g).

### **Art. 8. Pagamento di dividendi, interessi e rimborso del capitale**

1. In deroga all'articolo 4 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745 , la legittimazione al pagamento degli utili e delle altre distribuzioni afferenti agli strumenti finanziari digitali è determinata con riferimento alle scritturazioni del registro rilevate al termine della giornata contabile individuata dall'emittente.

### **Art. 9. Costituzione di vincoli**

1. Qualsiasi vincolo sugli strumenti finanziari digitali si costituisce unicamente mediante scritturazione nel registro.

2. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT sono tenuti all'osservanza delle istruzioni ricevute all'atto di costituzione del vincolo in ordine all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali.

3. Ove il registro consenta che gli strumenti finanziari digitali oggetto della garanzia siano sostituibili con altri di eguale valore, per gli strumenti finanziari digitali scritturati in sostituzione o integrazione di altri la data di costituzione del vincolo è identica a quella degli strumenti finanziari digitali sostituiti o integrati. In tal caso, la procedura di scritturazione dei vincoli consente di identificare la data delle singole movimentazioni. Contestualmente alla costituzione del vincolo, sono impartite al responsabile del registro, o al gestore del SS DLT o del TSS DLT, istruzioni scritte conformi agli accordi intercorsi con il beneficiario del vincolo in ordine alla conservazione dell'integrità del valore del vincolo e all'esercizio dei diritti sugli strumenti finanziari digitali sottoposti a vincolo.

### **Art. 10. Libri sociali**

1. L'emittente assolve agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal Codice civile, ove applicabili, sulla base delle scritturazioni del registro.

2. È consentito all'emittente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle modalità di tenuta previste dall'articolo 2215-*bis* del codice civile , fatto salvo quanto disposto dal quinto comma del medesimo articolo.

### **Art. 11. Disciplina applicabile in caso di banche o imprese di investimento che agiscono in nome proprio e per conto dei clienti**

1. Quando la scritturazione nel registro è effettuata in favore di una banca o di un'impresa di investimento che agisce in nome proprio e per conto di uno o più clienti, la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti consegue alla registrazione sul conto aperto dal cliente presso l'intermediario. I vincoli sugli strumenti finanziari digitali si costituiscono esclusivamente con le registrazioni nel relativo conto. Si applicano, in quanto compatibili, le disposizioni di cui agli articoli 83-*quater* , comma 3, e da 83-*quinquies* a 83-*decies* del TUF , in deroga a quanto previsto dagli articoli da 5 a 9 del presente decreto. L'emittente

assolve agli obblighi di aggiornamento dei libri sociali previsti dal codice civile, ove applicabili, secondo quanto indicato dal regolamento adottato ai sensi dell'articolo 28, comma 2, lettera g).

### **Art. 12. Informazioni sull'emissione nel registro**

1. Ai fini dell'emissione in forma digitale di azioni, le informazioni elencate all'articolo 2354 del codice civile e quelle relative ai limiti al trasferimento delle azioni di cui all'articolo 2355-*bis* del codice civile risultano univocamente connesse a ciascuna azione digitale e sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo.

2. Ai fini dell'emissione in forma digitale di obbligazioni, le informazioni elencate all'articolo 2414 del codice civile, nonché i termini e le condizioni dell'emissione risultano univocamente connessi a ciascuna obbligazione digitale e sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo.

3. Ai fini dell'emissione in forma digitale di titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'articolo 2483 del codice civile, risultano univocamente connessi a ciascun titolo di debito e sono resi disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo, i termini e le condizioni dell'emissione nonché:

a) le informazioni equivalenti a quelle previste dall'articolo 2414 del codice civile;

b) le informazioni necessarie all'identificazione dell'investitore professionale che assume la garanzia ai sensi dell'articolo 2483, secondo comma, del codice civile e relative all'ammontare della medesima;

c) le informazioni necessarie all'identificazione delle eventuali e ulteriori garanzie dalle quali i titoli di debito sono assistiti.

4. Ai fini dell'emissione in forma digitale di titoli di debito diversi da quelli di cui ai commi 2 e 3, si applica quanto previsto al comma 3 in quanto compatibile.

5. Le modifiche ai termini e alle condizioni di emissione relative agli strumenti di cui ai commi 2, 3 e 4 sono rese tempestivamente disponibili con le modalità indicate dai medesimi commi.

6. Ai fini dell'emissione in forma digitale di azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio:

a) risultano univocamente connesse a ciascuna azione digitale, o frazione della stessa, e sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo, le seguenti informazioni:

1) quanto previsto dall'articolo 2354, terzo comma, numeri 1), 2) e 5), nonché numeri 3) e 4) quando applicabili, del codice civile ;

2) la durata della società;

3) la tipologia dell'azione, se nominativa o al portatore, nonché la classe e il comparto di appartenenza ove presenti;

4) gli eventuali limiti all'emissione e i limiti al trasferimento di cui all'articolo 2355-*bis* del codice civile;

5) il depositario;

b) risultano univocamente connesse a ciascuna quota digitale e sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo, le seguenti informazioni:

1) la denominazione e la sede del gestore del fondo;

2) la denominazione e la tipologia del fondo;

3) la data di istituzione del fondo e la durata;

4) la tipologia della quota, se nominativa o al portatore, nonché la classe e il comparto di appartenenza ove presenti;

5) il valore nominale delle quote, ove presente;

6) il depositario;

7) i termini e le condizioni dell'emissione.

#### **Art. 13. Obblighi del responsabile del registro e del gestore del SS DLT o del TSS DLT**

1. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT garantiscono la conformità del registro alle caratteristiche prescritte dal presente decreto e dalle relative disposizioni attuative.

2. Il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT garantiscono:

a) la correttezza, la completezza e l'aggiornamento continuo delle evidenze relative alle informazioni sull'emissione;

b) l'integrità e la sicurezza del sistema, tenendo anche conto delle esigenze di contrasto al riciclaggio dei proventi di attività illecite, in forza dell'emissione e del trasferimento degli strumenti finanziari digitali di cui all'articolo 3, comma 1, sulla base di titolo idoneo.

#### **Art. 14. Strategia di transizione**

1. A ciascuna emissione di strumenti finanziari digitali non scritturati presso un SS DLT o un TSS DLT è associata una strategia chiara, dettagliata e pubblicamente disponibile per il trasferimento delle scritturazioni da un registro a un altro o per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali per il caso in cui un altro registro non sia disponibile, idonea a essere attuata nel caso di cessazione del registro oppure di cancellazione dall'elenco ai sensi dell'articolo 21. Il responsabile del registro valuta su base almeno semestrale l'efficacia della strategia e a tal fine adotta le misure e le procedure necessarie e appropriate.

2. Ove non sia possibile attuare il trasferimento delle scritturazioni di cui al comma 1, l'emittente effettua le operazioni necessarie per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali sulla base delle



scritture del registro rilevate al momento della cessazione o cancellazione, oppure sulla base dei dati rilevati ai sensi dell'articolo 23, comma 2, lettera b), in caso di indisponibilità delle scritture nel registro. Il soggetto che risulta legittimato sulla base delle predette scritture è legittimato anche nel nuovo regime di forma e circolazione, secondo quanto previsto dalle disposizioni del codice civile o del TUF .

3. In caso di attuazione della strategia di transizione adottata dal gestore del SS DLT o del TSS DLT secondo quanto previsto dall'articolo 7, paragrafo 7, del regolamento (UE) 2022/858, le operazioni necessarie per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali sono effettuate sulla base delle scritture del registro rilevate al momento della revoca, sospensione o cessazione dell'attività. Si applica quanto previsto dal comma 2, secondo periodo.

4. Nei casi di cui al comma 2, l'emittente è legittimato a effettuare le operazioni necessarie per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali anche ove non sia espressamente previsto dallo statuto.

#### **Art. 15. Mutamento del regime di forma e circolazione**

1. Fuori dai casi di cui all'articolo 14, l'emittente può deliberare un mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali appartenenti alla medesima emissione purché lo statuto o i termini e le condizioni di emissione lo consentano. L'emittente effettua le operazioni necessarie per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali sulla base delle scritture del registro rilevate alla data indicata nella deliberazione. Si applica l'articolo 14, comma 2, secondo periodo.

2. L'emittente di strumenti finanziari originariamente soggetti a un diverso regime di circolazione può deliberarne la conversione in strumenti finanziari digitali di cui al presente decreto, purché lo statuto, o i termini e le condizioni di emissione, lo consentano e siano oggetto di conversione tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla medesima emissione.

#### **Art. 16. Sostituzione dello strumento finanziario digitale**

1. Il soggetto legittimato ai sensi dell'articolo 5 che denunci al responsabile del registro o al gestore del SS DLT o del TSS DLT l'impossibilità di disporre degli strumenti finanziari digitali ha diritto di ottenere a proprie spese una nuova scrittura in suo favore, in sostituzione della scrittura originaria.

2. Dal momento della nuova scrittura, la scrittura originaria cessa di produrre gli effetti previsti dagli articoli 5, 6, 7, 8 e 9.

#### **Art. 17. Controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali**

1. Salvo quanto diversamente previsto da ulteriori disposizioni di legge, i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali, anche in forma di chiavi crittografiche private, possono essere controllati esclusivamente dal titolare dello strumento finanziario digitale, oppure dal responsabile del registro, dal gestore

dell'infrastruttura di mercato DLT, dalle banche e dalle imprese di investimento per conto del titolare dello strumento finanziario digitale.

### **Capo III**

#### **Strumenti finanziari digitali non scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT**

##### **Art. 18. Emissione di strumenti finanziari digitali non scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT**

1. L'emissione di strumenti finanziari digitali è consentita solo su registri tenuti da responsabili iscritti nell'elenco previsto all'articolo 19.

2. Ogni emissione è iscritta su un solo registro per la circolazione digitale. A ciascun registro è associato un unico responsabile.

3. In occasione di ciascuna emissione, l'emittente:

a) notifica alla Consob le caratteristiche della medesima e il relativo responsabile del registro, nonché le ulteriori informazioni eventualmente individuate con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera f);

b) rende disponibile ai sottoscrittori le informazioni di cui all'articolo 23, comma 3.

4. Le disposizioni del presente capo non si applicano alla Banca d'Italia e al Ministero dell'economia e delle finanze.

##### **Art. 19. Elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale**

1. Possono essere iscritti nell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, secondo quanto previsto all'articolo 20:

a) le banche, le imprese di investimento e i gestori di mercati stabiliti in Italia;

b) gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'articolo 106 del TUB, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia e a condizione che l'attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia;

c) gli emittenti con sede legale in Italia, diversi da quelli di cui alle lettere a) e b), che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro esclusivamente con riferimento a strumenti digitali emessi dagli stessi;

d) i soggetti stabiliti in Italia diversi da quelli di cui alle lettere a), b) e c);

e) i soggetti individuati con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera m).

2. Sono iscritti di diritto nell'elenco i depositari centrali italiani che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro in via accessoria, previa autorizzazione ai sensi degli articoli 16 e 19 del regolamento (UE) n. 909/2014. L'autorizzazione è concessa previa valutazione del rispetto dei requisiti di cui all'articolo 20, comma 3, del presente decreto.

3. L'attività di responsabile del registro può essere avviata solo a seguito dell'avvenuta iscrizione nell'elenco. L'avvio dell'attività è tempestivamente notificato alla Consob, nonché alla Banca d'Italia nei casi di soggetti vigilati,

o all'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS) nei casi di imprese di assicurazione o riassicurazione.

4. Le banche e le imprese di investimento stabilite in Italia e i componenti del relativo gruppo di appartenenza non possono prestare i servizi e le attività di cui all'articolo 1, comma 5, lettere a) e c), del TUF con riferimento agli strumenti finanziari digitali scritturati sui propri registri.

#### **Art. 20. Iscrizione nell'elenco**

1. La Consob valuta la completezza dell'istanza di iscrizione entro venti giorni lavorativi dalla sua presentazione.

2. La Consob iscrive il soggetto istante nell'elenco di cui all'articolo 19 entro novanta giorni dalla ricezione di un'istanza di iscrizione completa, previa verifica del possesso dei requisiti e con la procedura di cui ai commi da 3 a 6.

3. Per tutti i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, la Consob verifica il rispetto dei seguenti requisiti:

a) l'idoneità del registro del quale si intende assumere la responsabilità ad assicurare il rispetto dei requisiti di cui all'articolo 4;

b) la presenza dei meccanismi e dei dispositivi di cui all'articolo 23, comma 2;

c) l'adeguatezza della strategia di transizione di cui all'articolo 14;

d) il possesso degli eventuali ulteriori requisiti individuati con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera e);

e) la trasmissione di una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa, che includa:

1) l'indicazione delle categorie di strumenti finanziari di cui all'articolo 2 scritturabili nel registro;

2) la descrizione delle modalità di pagamento eventualmente previste per consentire le operazioni su strumenti finanziari digitali, anche tramite l'interazione con altri registri, servizi o sistemi;

3) l'indicazione di eventuali soggetti terzi, di cui il responsabile del registro intende avvalersi, e delle attività svolte dagli stessi.

4. Per i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettere c) e d), la Consob verifica altresì il rispetto dei seguenti requisiti:

a) la forma di società per azioni e un capitale iniziale almeno pari a 150.000 euro nel caso di società con sede legale in Italia, o requisiti equivalenti nel caso di società con sede legale in uno Stato membro dell'Unione europea diverso dall'Italia;

b) la sottoposizione dei bilanci di esercizio a revisione legale da parte di un revisore legale dei conti esterno o di una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro di cui all'articolo 6 del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 39;

c) i requisiti stabiliti dall'articolo 24, comma 3;

d) la trasmissione di copia dello statuto e della evidenza della registrazione presso il registro nazionale delle imprese.

5. Oltre a quanto previsto dai commi 1, 2, 3 e 4, per i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), la Consob verifica altresì il rispetto dei requisiti ulteriori di cui all'articolo 24, nonché la previsione, nell'oggetto sociale, dell'attività di responsabile del registro.

6. Per i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera e), la Consob verifica il rispetto dei requisiti individuati con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera m).

7. La Consob informa tempestivamente la Banca d'Italia, nei casi di soggetti vigilati, o l'IVASS, nei casi di imprese di assicurazione o riassicurazione, dell'avvio di un procedimento di iscrizione e del provvedimento conclusivo dello stesso.

8. La Consob trasmette alla Banca d'Italia le informazioni ricevute ai fini dell'iscrizione nell'elenco da parte di tutti i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, relative ai requisiti di cui al comma 3.

9. La decisione in merito all'iscrizione è adottata, sentita la Banca d'Italia, nei casi di banche, di imprese di investimento e di gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi diversi dai componenti del gruppo di appartenenza.

10. Per valutare l'idoneità del registro a garantire il rispetto di tutti i requisiti previsti dal presente decreto, la Consob può richiedere una verifica, nominando un revisore indipendente incaricato a tal fine. Il soggetto istante sostiene i costi della verifica.

### **Art. 21. Cancellazione e sospensione dall'elenco**

1. La Consob cancella dall'elenco i responsabili dei registri per la circolazione digitale al ricorrere di una delle seguenti condizioni:

a) l'attività di responsabile del registro non è stata avviata entro dodici mesi dall'iscrizione nell'elenco;

b) rinuncia espressa all'iscrizione;

c) è avviata una procedura di liquidazione coatta amministrativa, di liquidazione volontaria o di liquidazione giudiziale;

d) è accertata l'interruzione dell'attività di responsabile per un periodo definito con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera o), secondo i criteri dettati con il medesimo regolamento;

e) l'iscrizione è stata ottenuta presentando false dichiarazioni;

f) perdita di uno o più requisiti in base ai quali è avvenuta l'iscrizione;

g) altre condizioni individuate con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 2, lettera o).

2. La Consob informa tempestivamente la Banca d'Italia, nei casi di soggetti vigilati, o l'IVASS, nei casi di imprese di assicurazione o riassicurazione, dell'avvio del procedimento di cancellazione e del provvedimento conclusivo dello stesso.

3. La Consob adotta il provvedimento di cancellazione sentita la Banca d'Italia quando ricorrono le condizioni di cui al comma 1, lettere da d) a f), e l'attività di responsabile del registro è svolta da:

a) banche, imprese di investimento o gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, che svolgono l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi diversi dai componenti del gruppo di appartenenza;

b) responsabili del registro significativi di cui all'articolo 22.

4. Nel caso di cancellazione dall'elenco, la Consob può promuovere gli accordi necessari ad assicurare l'attuazione della strategia di transizione di cui all'articolo 14 e può disporre il trasferimento delle scritturazioni medesime ad un registro diverso da quello individuato nella strategia di transizione, previo consenso del relativo responsabile. Ove non sia possibile attuare il trasferimento delle scritturazioni, la Consob vigila sull'attività dell'emittente di cui all'articolo 14, comma 2.

5. Nei casi in cui il provvedimento di cancellazione è adottato a seguito dell'avvio di una procedura di gestione delle crisi, l'attuazione della strategia di transizione di cui all'articolo 14 o, quando necessario, il trasferimento a un registro diverso da quello individuato nella strategia di transizione possono essere eseguiti anche in deroga alla disciplina ordinaria della procedura.

6. Nel caso di sospensione dall'elenco di un soggetto responsabile del registro, è inibito il ricorso a tale soggetto per emissioni successive alla data della sospensione.

### **Art. 22. Responsabili del registro significativi**

1. La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, può identificare i responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), che sono significativi ai sensi dei criteri individuati con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 4, lettera a).

### **Art. 23. Obblighi del responsabile del registro**

1. I responsabili del registro agiscono in modo trasparente, diligente e corretto.

2. Oltre a quanto previsto dall'articolo 13, i responsabili del registro adottano meccanismi e dispositivi adeguati:

a) a impedire l'uso degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi da quelli legittimati;

b) di continuità operativa e di ripristino dell'attività, che comprendano la messa in sicurezza esterna delle informazioni;

c) ad assicurare che il numero complessivo di strumenti finanziari digitali che costituisce una singola emissione non sia modificabile.

3. I responsabili del registro rendono disponibile al pubblico, in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, un documento contenente le informazioni relative alle modalità operative del registro per la circola-

zione digitale e ai dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia di transizione di cui all'articolo 14.

#### **Art. 24. Requisiti del responsabile del registro**

1. I soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso i responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d) devono essere idonei allo svolgimento dell'incarico. A questi fini, gli esponenti aziendali possiedono i requisiti di onorabilità previsti dalla disciplina di cui all'articolo 13, comma 3, lettera a), del TUF . Si applica quanto previsto al comma 5 del medesimo articolo.

2. I responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d) si dotano di una chiara struttura organizzativa con linee di responsabilità ben definite, trasparenti e coerenti, efficaci sistemi per i controlli interni e di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (ICT), efficaci politiche per le esternalizzazioni, nonché idonee procedure amministrative e contabili per assicurare il rispetto del presente decreto, anche da parte del personale.

3. I responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettere c) e d), si dotano di efficaci politiche per l'identificazione, la prevenzione, la gestione e la trasparenza dei conflitti di interessi e stipulano una polizza assicurativa, o altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo di responsabile del registro.

4. Ai fini della valutazione di idoneità di cui al comma 1, gli esponenti aziendali dei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), identificati come significativi ai sensi dell'articolo 22, possiedono anche i requisiti di professionalità e indipendenza, soddisfano i criteri di competenza e correttezza e dedicano il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico, secondo quanto previsto dalla disciplina di cui all'articolo 13, comma 3, del TUF. I requisiti di cui al presente comma si applicano alle nomine successive all'identificazione del responsabile del registro significativo.

#### **Art. 25. Obblighi di comunicazione alle Autorità**

1. L'organo che svolge la funzione di controllo dei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), informa senza indugio la Consob di tutti gli atti o i fatti di cui venga a conoscenza nell'esercizio dei propri compiti, che possano costituire un'irregolarità nella gestione ovvero una violazione delle norme che disciplinano l'attività del responsabile del registro. Lo statuto del responsabile del registro, indipendentemente dal sistema di amministrazione e controllo adottato, assegna all'organo che svolge la funzione di controllo i relativi compiti e poteri.

2. I soggetti incaricati della revisione legale dei conti dei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettere d) comunicano senza indugio alla Consob gli atti o i fatti, rilevati nello svolgimento dell'incarico, che possano costituire una grave violazione delle norme disciplinanti l'attività delle società sottoposte a revisione ovvero che possano pregiudicare la continuità dell'impresa

o comportare un giudizio negativo, un giudizio con rilievi o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio sui bilanci.

3. Nel caso di responsabili del registro identificati come significativi ai sensi dell'articolo 22, le comunicazioni previste nei commi 1 e 2 sono effettuate anche nei confronti della Banca d'Italia.

### **Art. 26. Regime di responsabilità**

1. Il responsabile del registro risponde dei danni derivanti dalla tenuta del registro verso l'emittente, se soggetto diverso dal responsabile del registro, e verso il soggetto in favore del quale le scritturazioni sono state effettuate o avrebbero dovuto essere effettuate, salvo che dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno.

2. Il responsabile del registro risponde dei danni cagionati al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione o all'investitore, ove si tratti di soggetto diverso dal primo, sia che discendano da false informazioni o da informazioni comunque suscettibili di indurre in errore, sia che discendano dall'omissione di informazioni dovute, salvo che dia prova di avere adoperato la diligenza necessaria ad assicurare la correttezza e completezza delle informazioni di cui all'articolo 23, comma 3.

### **Art. 26-bis. Disciplina antiriciclaggio**

1. I responsabili dei registri per la circolazione digitale di cui all'articolo 19, comma 1, lettere c), d) ed e), rientrano nella categoria di altri operatori non finanziari ai sensi dell'articolo 3, comma 5, del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 .

2. All'articolo 3 del decreto legislativo 21 novembre 2007, n. 231 , sono apportate le seguenti modificazioni:

- a) al comma 5, la lettera a) è abrogata;
- b) dopo il comma 6 è inserito il seguente:

«6-bis. Rientrano tra i soggetti obbligati i prestatori di servizi relativi a società e trust di cui all'articolo 1, comma 2, lettera ee), del presente decreto, la cui attività è riservata ad operatori soggetti a regimi di licenza o registrazione nazionale».

## **Capo IV**

### **Vigilanza sulla disciplina dell'emissione e della circolazione in forma digitale**

#### **Art. 27. Poteri della Consob e della Banca d'Italia**

1. La Consob e la Banca d'Italia vigilano sul rispetto degli obblighi e requisiti applicabili ai sensi del presente decreto e della relativa disciplina di attuazione, secondo il seguente riparto di competenze:

a) la Consob è competente per quanto riguarda l'osservanza degli obblighi degli emittenti in materia di emissione in forma digitale, la trasparenza, l'ordinata prestazione dell'attività di responsabile del registro e la tutela degli investitori;

b) la Banca d'Italia è competente per quanto riguarda la stabilità e il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni limitatamente alla vigilanza:

1) sui depositari centrali, sui gestori di mercati all'ingrosso di titoli di Stato, sulle banche, sulle imprese di investimento che svolgono l'attività di responsabile del registro con riferimento a strumenti finanziari digitali di emittenti terzi diversi dai componenti del gruppo di appartenenza;

2) sui responsabili del registro significativi.

2. Restano fermi gli obiettivi, le competenze e i poteri della Consob e della Banca d'Italia ai sensi del TUF, del TUB e delle disposizioni dell'Unione europea direttamente applicabili.

3. Ai fini del comma 1:

a) con riguardo ai soggetti disciplinati ai sensi della parte II e della parte III del TUF, la Consob e la Banca d'Italia dispongono di tutti i poteri rispettivamente previsti dalle medesime parti in relazione a tali soggetti;

b) con riguardo ai responsabili del registro e agli emittenti diversi dai soggetti di cui alla lettera a) la Consob e la Banca d'Italia dispongono dei poteri di cui agli articoli 6-bis, 6-ter, 7, 7-sexies e 8, comma 6-bis, del TUF .

4. In caso di sospetta violazione delle disposizioni del presente decreto, oltre ai poteri previsti dal comma 3, la Consob può chiedere a chiunque la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, con le modalità e nei termini dalla stessa stabiliti.

5. La Consob:

a) valuta l'idoneità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo presso il responsabile del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d). In caso di difetto o violazione, pronuncia la decadenza dalla carica;

b) esercita, d'intesa con la Banca d'Italia, i poteri di cui agli articoli 14 , 15 , comma 2, 16 e 17 del TUF, con riferimento alle partecipazioni nel capitale dei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), nei casi previsti con il regolamento di cui all'articolo 28, comma 4, lettera b), del presente decreto.

6. La Consob può, nei confronti di chiunque emette strumenti finanziari digitali in violazione delle disposizioni del presente decreto o tiene un registro per la circolazione digitale senza essere previamente iscritto nell'elenco di cui all'articolo 19:

a) rendere pubblica, anche in via cautelare, tale circostanza;

b) ordinare, anche in via cautelare, di porre termine alla violazione.

7. La Consob può, nei confronti di chiunque emette strumenti finanziari digitali, o tiene un registro per la circolazione digitale, senza essere previamente iscritto nell'elenco di cui all'articolo 19, applicare la sanzione di cui all'articolo 30, comma 2. La medesima sanzione si applica nei confronti dei soggetti diversi da quelli di cui all'articolo 17 che controllano i mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali o che offrono tale servizio ai titolari degli strumenti finanziari digitali.

8. La Consob può esercitare i poteri previsti dall'articolo 36, comma 2-terdecies, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34 , convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, per la rimozione delle iniziative poste in essere da chiunque nel territorio della Repubblica, attraverso le reti telematiche o di tele-



comunicazione, in connessione con l'emissione di strumenti finanziari digitali o con la tenuta di un registro per la circolazione digitale in assenza della previa iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 19.

### **Art. 28. Disposizioni di attuazione**

1. La Consob determina con regolamento da adottare entro sessanta giorni dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto i principi e i criteri relativi alla formazione e alla tenuta dell'elenco di cui all'articolo 19 e alle relative forme di pubblicità, anche istituendo sezioni diverse dello stesso.

2. La Consob può, con regolamento:

a) prevedere limiti e condizioni ulteriori a quanto previsto al capo II per l'emissione e la circolazione degli strumenti finanziari digitali;

*a-bis)* includere nell'ambito degli strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto quelli di cui all'articolo 1, comma 1-bis, lettera c), del TUF, e le quote di partecipazione ad una società a responsabilità limitata, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo, e 2471 del codice civile;

*b)* individuare ulteriori strumenti che gli emittenti possono assoggettare alla disciplina del presente decreto, anche in deroga alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione di tali strumenti, ivi comprese le disposizioni di cui agli articoli 2468, primo comma, 2470, commi dal primo al terzo 1 a 3, e 2471 del codice civile;

c) individuare modalità operative per il mutamento del regime di forma e circolazione degli strumenti finanziari digitali, nonché per la conversione in strumenti finanziari digitali di strumenti originariamente soggetti ad un diverso regime di circolazione;

d) disciplinare le forme e le modalità di presentazione dell'istanza e la procedura per l'iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 19, individuando le possibili cause di sospensione e interruzione;

e) individuare ulteriori requisiti per l'iscrizione nell'elenco di cui all'articolo 19, anche concernenti le caratteristiche del registro, in relazione alla categoria del soggetto istante, alle caratteristiche degli strumenti finanziari digitali e dei destinatari dell'emissione e della successiva circolazione degli stessi strumenti. La definizione delle caratteristiche del registro può includere la prescrizione di requisiti minimi ai fini della sua interoperabilità con altri registri;

f) disciplinare le modalità e i contenuti della notifica di cui all'articolo 18, comma 3, lettera a), nonché i casi di inapplicabilità ed esenzione;

g) prevedere le ulteriori modalità per la determinazione della giornata contabile rilevante ai sensi dell'articolo 7 e adottare disposizioni di attuazione delle previsioni di cui all'articolo 11;

h) disciplinare il controllo dei mezzi di accesso agli strumenti finanziari digitali previsto dall'articolo 17, fermo restando quando disposto dal regolamento (UE) 2022/858;

i) prevedere l'esenzione da tutti o parte dei requisiti e degli obblighi previsti dal capo III in relazione a talune tipologie di emissione, tenuto conto delle categorie dei soggetti che possono sottoscrivere e acquistare gli strumenti finanziari digitali, nonché delle caratteristiche dell'emissione medesima;

j) prevedere il contenuto minimo delle informazioni relative alle modalità operative del registro per la circolazione digitale e alle misure a tutela della sua operatività di cui al documento previsto dall'articolo 23, comma 3;

k) tenuto conto del principio di proporzionalità, prevedere disposizioni attuative degli articoli 14 e 23;

l) prevedere disposizioni attuative dell'articolo 24, ivi incluse quelle per l'applicazione:

1) di solidi dispositivi di governo societario;

2) di efficaci politiche per l'identificazione, prevenzione, gestione e trasparenza dei conflitti di interessi;

3) di esenzioni, anche parziali, dagli obblighi e dai requisiti previsti dallo stesso articolo 24;

4) di requisiti prudenziali sostitutivi delle assicurazioni o garanzie equivalenti per i responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d);

m) individuare i soggetti di cui all'articolo 19, comma 1, lettera e), nonché le disposizioni del presente decreto applicabili agli stessi;

n) prevedere ulteriori obblighi informativi e segnaletici per gli emittenti, i responsabili dei registri e i gestori delle infrastrutture di mercato DLT, anche nei confronti degli investitori;

o) determinare le cause di sospensione e le ulteriori cause di cancellazione ai fini dell'articolo 21, nonché dettare i criteri per la definizione dell'ipotesi di cancellazione di cui all'articolo 21, comma 1, lettera d).

3. Le disposizioni di cui al comma 2, lettere b), e), f), g), h), i), k), m), n) e o), sono adottate d'intesa con la Banca d'Italia. Le disposizioni di cui al comma 2, lettera l), sono adottate d'intesa con la Banca d'Italia limitatamente ai responsabili del registro significativi.

4. La Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, con regolamento:

a) può dettare disposizioni di attuazione dell'articolo 22, individuando tra l'altro i criteri di significatività dell'attività dei responsabili del registro. I criteri possono fare riferimento, tra l'altro:

1) al numero degli emittenti i cui strumenti sono scritturati nel registro;

2) al numero, al controvalore e alle caratteristiche delle emissioni scritturate nel registro;

3) alla complessità operativa e organizzativa del responsabile del registro, nonché alle sue dimensioni;

4) all'interazione con altri registri, servizi o sistemi di pagamento, infrastrutture tecnologiche o di rete di cui all'articolo 146 del TUB, intermediari bancari o finanziari;

b) può determinare i casi di applicazione della disciplina prevista dagli articoli da 14 a 16 del TUF alle partecipazioni nei responsabili del registro di cui all'articolo 19, comma 1, lettera d), identificati come significativi.

## Capo V

### **Disposizioni relative all'applicazione del regolamento (UE) 2022/858**

#### **Art. 29. Autorità competenti ai sensi del regolamento (UE) 2022/858**

1. La Consob e la Banca d'Italia sono le autorità competenti ai sensi del regolamento (UE) 2022/858 secondo quanto disposto dai commi da 2 a 7.

2. Il provvedimento di autorizzazione specifica a gestire un MTF DLT ai sensi dell'articolo 8 del regolamento (UE) 2022/85 è adottato:

a) dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, in tutti i casi di MTF DLT all'ingrosso di titoli di Stato;

b) dalla Consob, quando il soggetto istante è un gestore di un mercato regolamentato, salvo il caso di cui alla lettera a);

c) in tutti gli altri casi:

1) dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, quando il soggetto istante presenta contemporaneamente domanda di autorizzazione ai sensi dell'articolo 19, comma 4, del TUF o dell'articolo 20-*bis*.1 del TUF , o è già autorizzato ai sensi dei medesimi articoli;

2) dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, quando il soggetto istante presenta contemporaneamente domanda di autorizzazione ai sensi dell'articolo 19, comma 1, del TUF , o è già autorizzato ai sensi del medesimo articolo.

3. Il provvedimento di autorizzazione specifica a gestire un SS DLT ai sensi dell'articolo 9 del regolamento (UE) 2022/858 è adottato dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia.

4. Il provvedimento di autorizzazione specifica a gestire un TSS DLT ai sensi dell'articolo 10 del regolamento (UE) 2022/858 è adottato:

a) dalla Banca d'Italia, d'intesa con la Consob, nei casi di TSS DLT all'ingrosso di titoli di Stato;

b) dalla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, in tutti gli altri casi.

5. Le esenzioni di cui agli articoli 4 , 5 e 6 del regolamento (UE) 2022/858 , quando non concesse con il provvedimento di autorizzazione specifica iniziale, sono autorizzate con apposito provvedimento adottato secondo la medesima procedura prevista dai commi da 1 a 4.

6. La vigilanza sulle infrastrutture di mercato DLT è esercitata dalla Consob e dalla Banca d'Italia secondo le attribuzioni, con i poteri e avendo riguardo alle finalità rispettivamente assegnati alle autorità nella parte III del TUF con riferimento:

a) agli MTF, per quanto concerne gli MTF DLT;

b) ai depositari centrali, per quanto riguarda gli SS DLT;

c) alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato, per gli MTF DLT all'ingrosso di titoli di Stato;

d) alle sedi di negoziazione all'ingrosso di titoli di Stato e ai depositari centrali, per i TSS DLT all'ingrosso di titoli di Stato;

e) agli MTF e ai depositari centrali, per quanto riguarda i TSS DLT diversi da quelli di cui alla lettera d).

7. Restano fermi i poteri e le attribuzioni della Consob, della Banca d'Italia e del Ministero dell'economia e delle finanze sulle imprese di investimento, sulle banche, sulle sedi di negoziazione e sui relativi gestori, nonché sui depositari

centrali ai sensi della parte II e della parte III del TUF e le competenze e i poteri della Consob in materia di abusi di mercato dettati dall'articolo 187-*octies* del TUF.

## **Capo VI**

### **Sanzioni**

#### **Art. 30. Sanzioni**

1. Fermo quanto previsto dall'articolo 187-*quinquiesdecies* del TUF, sono soggetti alla sanzione amministrativa del pagamento di una somma da euro 5.000 fino a euro 5 milioni:

a) il responsabile del registro o il gestore del SS DLT o del TSS DLT che:

1) non garantisca il rispetto dei requisiti dei registri per la circolazione digitale stabiliti all'articolo 4, delle istruzioni di cui all'articolo 9, commi 2 e 3, nonché delle relative disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

2) violi gli obblighi previsti agli articoli 12 e 13, nonché le relative disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

3) non adotti le strategie di transizione o le misure necessarie e appropriate previste all'articolo 14, comma 1, nonché dalle relative disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

4) nell'ipotesi di cui all'articolo 16, comma 1, non ottemperi a quanto ivi stabilito e nelle relative disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

5) violi il divieto posto dall'articolo 21, comma 6, e le disposizioni attuative adottate ai sensi dell'articolo 28;

b) il responsabile del registro che non osservi l'articolo 19, comma 3, violi gli obblighi previsti all'articolo 23 o non rispetti i requisiti di cui all'articolo 24, nonché dalle disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

c) l'emittente che violi gli obblighi di cui agli articoli 12, 14, comma 2, e 18, commi 2 e 3, o quanto disposto all'articolo 21, comma 6, nonché le disposizioni di attuazione adottate ai sensi dell'articolo 28;

d) l'emittente o il responsabile del registro che non osservino gli articoli 6-*bis*, 6-*ter* e 7, commi 2, 2-*bis*, 2-*ter*, 3 e 3-*bis*, del TUF ovvero le disposizioni generali o individuali emanate in forza dei medesimi articoli.

2. E' soggetto alla sanzione amministrativa del pagamento di una somma da euro 25.000 fino a euro 5 milioni chiunque emette strumenti finanziari digitali o tiene un registro per la circolazione digitale senza essere previamente iscritto nell'elenco di cui all'articolo 19.

3. Ai soggetti indicati nell'articolo 17, per inosservanza delle disposizioni attuative dell'articolo 28, comma 2, lettera h), ad essi applicabili, si applica la sanzione prevista dall'articolo 190.1, comma 1, del TUF.

4. In caso di inosservanza delle disposizioni richiamate dall'articolo 63, paragrafo 1, del regolamento (UE) n. 909/2014 e applicabili alle società di intermediazione mobiliare (Sim), alle banche o ai gestori di mercati autorizzati a gestire un DLT TSS in virtù del provvedimento di autorizzazione specifica adottato ai sensi del regolamento (UE) 2022/858, si applicano le sanzioni previste dall'ar-

articolo 190.2 del TUF , fermo restando quanto previsto dall'articolo 190 , comma 2, e dall'articolo 190.4 del TUF.

5. Per l'irrogazione delle sanzioni previste dai commi da 1 a 4 si applicano le disposizioni di cui agli articoli 194-*bis*, 195 e 195-*bis* del TUF. Conseguentemente, alle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente decreto non si applicano gli articoli 6 , a eccezione dei commi terzo e quarto, 10 , 11 e 16 della legge 24 novembre 1981, n. 689.

## **Capo VII**

### **Modifiche al Testo Unico della Finanza e disposizioni finali**

#### **Art. 31. Modifiche all'articolo 1 del Testo unico della finanza**

1. All'articolo 1, comma 2, del TUF , dopo le parole «Allegato I», sono aggiunte le seguenti: «, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito».

#### **Art. 32. Disposizioni finali**

1. Fino all'adozione del regolamento di cui all'articolo 28, comma 1, la Consob iscrive i responsabili del registro in un elenco provvisorio, se in possesso dei requisiti e secondo la procedura previsti dall'articolo 20.

2. Entro tre anni dall'entrata in vigore del presente decreto la Consob e la Banca d'Italia trasmettono al Comitato FinTech, istituito presso il Ministero dell'economia e delle finanze ai sensi dell'articolo 36, comma 2-*octies*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34 , convertito, con modificazioni, dalla legge 28 giugno 2019, n. 58 , una relazione illustrativa del fenomeno di mercato e dei risultati emersi dall'applicazione della nuova disciplina della circolazione digitale. All'interno della relazione le suddette autorità indicano, ciascuna per i profili di propria competenza, le criticità riscontrate dai soggetti interessati e dalle autorità medesime, incluse le valutazioni relative alla disciplina del responsabile del registro che svolga la relativa attività esclusivamente con riferimento a strumenti digitali di propria emissione o svolga la relativa attività con riferimento a strumenti digitali emessi da soggetti diversi, attesa la specifica novità del nuovo soggetto, gli eventuali limiti della disciplina e gli interventi normativi che si rendono necessari, anche tenuto conto degli eventuali successivi sviluppi del quadro regolamentare europeo. Il Ministro dell'economia e delle finanze trasmette alle Camere la relazione di cui al primo periodo dando conto dei risultati emersi.

## **Capo VIII**

### **Semplificazione della sperimentazione FinTech**

#### **Art. 33. Misure in materia di semplificazione della sperimentazione FinTech**

1. All'articolo 36, comma 2-*sexies*, del decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito con modificazioni dalla legge 28 giugno 2019, n. 58, il secondo periodo è sostituito dai seguenti: «Lo svolgimento, nell'ambito della sperimentazione e nel rispetto dei limiti stabiliti dai provvedimenti di ammissione, di attività che rientrano nella nozione di servizi e attività di investimento non implica

l'esercizio a titolo abituale di attività riservate e, pertanto, non necessita del rilascio di autorizzazioni ove sia prevista una durata massima di sei mesi, salvo il maggior termine della sperimentazione, che non può superare complessivamente il limite massimo di diciotto mesi, nei casi in cui sia concessa una proroga funzionale all'ottenimento dell'autorizzazione o dell'iscrizione prevista dalla legge per lo svolgimento abituale e a titolo professionale dell'attività medesima. Nel rispetto delle norme stabilite dai regolamenti di cui al comma 2-*bis* e delle finalità del periodo di sperimentazione, la Banca d'Italia, la CONSOB e l'IVASS, nell'ambito delle proprie competenze e delle materie seguite, adottano i provvedimenti per l'ammissione alla sperimentazione delle attività di cui al comma 2-*bis* e ogni altra iniziativa ad essi propedeutica. I provvedimenti per l'ammissione alla sperimentazione stabiliscono i limiti dell'attività di partecipazione alla sperimentazione con riguardo alla tipologia e alle modalità di prestazione del servizio di investimento, alla tipologia e al numero di utenti finali, al numero di operazioni, ai volumi complessivi dell'attività.».

## **Capo IX**

### **Disposizioni finanziarie e finali**

#### **Art. 34. Disposizioni finanziarie**

1. Le eventuali entrate derivanti dalle sanzioni di cui all'articolo 30 del presente decreto sono versate all'entrata del bilancio dello Stato per essere riassegnate a un apposito capitolo dello stato di previsione del Ministero dell'economia e delle finanze ed essere destinate a iniziative volte ad aumentare la consapevolezza dei diritti e l'efficacia degli strumenti di tutela dei risparmiatori anche sottoscrittori di polizze assicurative. Con decreto del Ministro dell'economia e delle finanze sono individuate le modalità di utilizzo e assegnazione delle risorse di cui al primo periodo, la cui gestione può essere affidata dal Ministero dell'economia e delle finanze a società in house, sulla base di apposita convenzione, i cui oneri sono posti a valere sulle predette risorse.

2. Fermo quanto previsto dal comma 1, dall'attuazione del presente decreto non devono derivare nuovi o maggiori oneri a carico della finanza pubblica. Le amministrazioni interessate provvedono all'attuazione dei compiti derivanti dal presente decreto con le risorse umane, strumentali e finanziarie disponibili a legislazione vigente.

#### **Art. 35. Entrata in vigore**

1. Il presente decreto entra in vigore il giorno successivo a quello della sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana e sarà presentato alle Camere per la conversione in legge.

Il presente decreto, munito del sigillo dello Stato, sarà inserito nella Raccolta ufficiale degli atti normativi della Repubblica italiana. È fatto obbligo a chiunque spetti di osservarlo e di farlo osservare.

## Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale\*

SOMMARIO: 1. Il quadro internazionale: gli interventi di UNCITRAL e UNIDROIT. – 2. Il regolamento *Pilot*. – 3. La *ratio* dell'intervento emergenziale. – 4. *Segue*. Il contenuto: le caratteristiche del nuovo regime di circolazione e i soggetti coinvolti. – 5. *Segue*: poteri di regolamentazione secondaria e "accesso" agli strumenti finanziari digitali.

### 1. Il quadro internazionale: le iniziative di UNCITRAL e UNIDROIT.

Nei paragrafi che seguono, esamineremo le principali disposizioni contenute nel d.l. 17 marzo 2023, n. 25, conv. con modificazioni in l. 10 maggio 2023, n. 52, anche noto quale decreto *Fintech*. Tale decreto dà attuazione al regolamento 2022/858/UE (d'ora in poi regolamento *Pilot*) che disciplina, in via sperimentale, le infrastrutture di mercato che utilizzino una tecnologia DLT (*Distributed Ledgers Technology*). Più precisamente il *decreto Fintech* va anche oltre il mero adeguamento dell'ordinamento nazionale al regolamento *Pilot* e si occupa dell'emissione e della circolazione di strumenti finanziari digitali, nel dettaglio di: azioni; obbligazioni; titoli di debito emessi dalle società a responsabilità limitata ai sensi dell'art. 2483 del codice civile; ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, nonché titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani; ricevute di deposito relative ad obbligazioni e altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani; strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano; azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani<sup>1</sup>.

---

\* Pur essendo l'impostazione comune, a Vittorio Santoro è dovuta la stesura del primo paragrafo e a Maria Tecla Rodi quella di tutti gli altri. Quest'ultima precisa che le opinioni sono espresse a titolo personale e in nessun modo sono imputabili all'istituzione di appartenenza.

<sup>1</sup> Prime valutazioni in LAUDONIO, *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, in *Riv. dir. banc.*, 2023, I, pp. 79 ss.; LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali*, in *www.dirittobancario.it*, 2 maggio 2023; CARRIÈRE, *Decreto Fintech e MICAR: il*

Sia il regolamento *Pilot* sia il decreto *Fintech* nascono in un contesto internazionale ove è divenuta sempre più puntuale l'attenzione dei giuristi per la disciplina di tale tipo di innovazione tecnologica e dove si discute se e quale debba essere il rapporto dei *digital asset* con i tradizionali titoli di credito. Ci sembra, pertanto, utile descrivere brevemente quale sia il contesto internazionale di riferimento.

Orbene, già nel 2018, l'UNCITRAL (Commissione delle Nazioni Unite per il diritto del commercio internazionale) predisponne una *Model Law*, concernente gli *Electronic Transferable Records*<sup>2</sup>, che disciplina i documenti digitali subordinandone la trasferibilità al fatto che contengano le informazioni necessarie allo scopo con un metodo sicuro, cioè che consenta di identificare il documento elettronico quale trasferibile, suscettibile di controllo (da parte di un soggetto terzo deputato allo scopo) per la durata della sua validità e che non possa essere alterato (artt. 10 e 11).

La *Legge Modello* prende atto e riconosce giuridicamente che la tecnologia per superare la consistenza cartacea dei documenti esiste già, stabilendo in ragione dei principi combinati di “*functional equivalence*” e “*technological neutrality*” alcune equipollenze, p.e. si stabilisce che: 1) quando una legge richieda una forma scritta il requisito è soddisfatto se le informazioni elettroniche siano accessibili e utilizzabili anche successivamente (art. 8); 2) la sottoscrizione possa essere sostituita da un metodo affidabile di identificazione di chi intende assumere l'impegno contenuto nel documento (art. 9)<sup>3</sup>.

Sull'estensione di tali tecnologie ai titoli di credito, in particolare alla cambiale e all'assegno, si è avuta una divergenza di opinioni all'interno della Commissione delle Nazioni Unite: alcuni hanno sostenuto che i documenti elettronici trasferibili, esistenti solo in un ambiente elettroni-

---

*quadro normativo sulle crypto-attività*, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it), 30 maggio 2023; per la letteratura precedente, si vedano almeno taluni studi contenuti in *La circolazione della ricchezza nell'era digitale*, a cura di Cuocci, Lops e Motti, Pisa, 2021 e quelli contenuti in *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, con presentazione di Stagno d'Alcontres, *Quad. giur. Consob*, n. 25, gennaio 2023; ANNUNZIATA, CHISARI e AMENDOLA, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives Under the DLT Pilot Regime*, in *Ital. Law Journal*, 2023, pp. 141 ss.

<sup>2</sup> UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW, *UNCITRAL Model Law on Electronic Transferable Records*, UNITED NATIONS, New York, 2018, 25 al n. 28.

<sup>3</sup> V. art. 6 (1) (a) degli UNIDROIT *Principles*, v. INSTITUT INTERNATIONAL POUR L'UNIFICATION DU DROIT PRIVE, UNIDROIT, GOVERNING COUNCIL, *Principles on digital assets and private law*, 102nd session, C.D. (102) 6, Rome, 10-12 May 2023.



co, non avrebbero dovuto comprendere gli strumenti rientranti nel campo di applicazione delle Convenzioni di Ginevra (relative alla cambiale e all'assegno) e, conseguentemente, nemmeno rientrare nel campo di applicazione della *Legge Modello*. Altri, invece, hanno sostenuto la tesi opposta. L'UNCITRAL, a questo punto, ha escluso dall'ambito di applicazione necessario della *Legge Modello* cambiali e assegni, lasciando la scelta se includerli alle giurisdizioni nazionali<sup>4</sup>.

Cambiali e assegni e gli altri titoli individuali sono fuori da queste note di commento, infatti, allo stato il legislatore italiano non ha dato alcun segno di volere scegliere la suddetta opzione inclusiva<sup>5</sup>. La scelta è comprensibile, almeno per ciò che riguarda la legge cambiaria e quella sull'assegno, posta la loro derivazione da convenzioni internazionali. Tuttavia, non possiamo esimerci dal notare che proprio i titoli di credito cambiari, nella loro forma cartacea, stanno rapidamente scomparendo nel quotidiano uso commerciale<sup>6</sup>, a loro volta gli assegni hanno visto fortemente ridotta la loro destinazione alla circolazione poiché, salvo marginali eccezioni, devono essere emessi con la clausola non trasferibile. Notiamo, pertanto, che una scelta, all'opposto, inclusiva darebbe una

---

<sup>4</sup> V. UNITED NATIONS COMMISSION ON INTERNATIONAL TRADE LAW, *op. cit.*, 26 ai nn. 30-33. Nella nota all'art. 1(3) della Legge Modello si legge: «The enacting jurisdiction may consider including a reference to: (a) documents and instruments that may be considered transferable, but that should not fall under the scope of the Model Law; (b) documents and instruments falling under the scope of the Convention Providing a Uniform Law for Bills of Exchange and Promissory Notes (Geneva, 1930) and the Convention Providing a Uniform Law for Cheques (Geneva, 1931); and (c) electronic transferable records existing only in electronic form».

<sup>5</sup> Ne troviamo conferma nei documenti ufficiali (MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Proposte per la Strategia italiana in materia di tecnologie basate su registri condivisi e Blockchain. Sintesi per la consultazione pubblica*, Giugno 2020, in <https://www.mimit.gov.it/consultazione-blockchain>, 16) ove la tecnologia *blockchain* è presa in considerazione esclusivamente in funzione della categoria dei prodotti/strumenti finanziari in forma di *security token*. Si presume che solo tali strumenti raggiungono la massa critica per rendere conveniente l'uso delle nuove tecnologie.

<sup>6</sup> LIBERTINI, *Titoli di credito nella dottrina giuscommercialistica italiana*, in *Orizzonti dir. comm.*, 2017, pp. 9 ss. A sua volta, LIBONATI (*Titoli di credito e strumenti finanziari*, Milano 1999, pp. 4 e 105 ss., spec. p. 107) pur rilevando la progressiva scomparsa dei titoli di credito nella loro consistenza cartacea, crede nella vitalità degli stessi nella nuova forma elettronica (ovvero digitale come meglio si direbbe oggi). Dimostra tale vitalità l'ordinamento del Liechtenstein: tale Principato ha approvato il 3 ottobre 2019 il "Tokens and TT Service Provider Act (TVTSG)", n. 54/2019, che comprende ben 51 articoli più alcune appendici. Nel sito del Governo del Principato si legge che il «*Liechtenstein is the first country to have a comprehensive regulation of the token economy*», a tale legge fa riferimento anche l'Assemblea ONU, v. *infra* nota 9.

seconda vita ai titoli di credito individuali a prezzo di una rifondazione della relativa teoria generale in funzione delle nuove tecnologie<sup>7</sup>.

Nello stesso tempo, la *Legge Modello* dell'UNCITRAL non comprende nel proprio ambito titoli quali azioni, obbligazioni e altri strumenti finanziari, potremmo dire non comprende i titoli di massa perché copre un ambito complementare rispetto alla disciplina del decreto *Fintech*.

In seguito nel 2020, l'assemblea ONU ha ridiscusso il tema riportando l'opinione degli esperti che evidenziano come la "tokenizzazione" dei diritti reali è più problematica: i *token*, al pari dei titoli di credito, possono documentare una pretesa ma non un diritto reale. Problematica, si diceva ma non impossibile, si tratta di una scelta di politica legislativa; si può, infatti, ipotizzare che il *token* incorpori la pretesa alla restituzione di un diritto reale su un bene mobile<sup>8</sup>. Per altro verso, nel dibattito internazionale, si è tenuto fermo il principio della *technology neutrality* vale dire la regola secondo la quale la disciplina, prevista per i titoli di credito cartacei, deve valere anche per i *token*<sup>9</sup>.

Le affinità e le discrasie, della disciplina dei *digital asset* rispetto a quella dei titoli di credito, sono oggetto di discussione anche nella dottrina italiana che, tuttavia, prevalentemente considera inapplicabile la disciplina dei titoli di credito in quanto i *digital asset* mancano del supporto materiale passibile di possesso<sup>10</sup>. Tuttavia, ai fini della qualificazione

<sup>7</sup> Ne dubita LIBERTINI, *I titoli*, cit., pp. 1 ss., spec. 10 s.

<sup>8</sup> LIBONATI, *Titoli*, cit., pp. 41 s. In tale prospettiva l'UNIDROIT WORKING GROUP ON A MODEL LAW ON WAREHOUSE RECEIPTS, *Study LXXXIII – W.G.6 – Doc. 4*, March 2023, pp. 1-17, ha sviluppato una proposta suddivisa in 31 articoli, ove, fra l'altro, si disciplina la circolazione, anche elettronica, delle ricevute di deposito (fedi di deposito, diremmo nel lessico del nostro ordinamento). Segnaliamo, in particolare, che l'art. 15 (3) della proposta dispone che «An electronic negotiable warehouse receipt may be transferred by change of control» e che, a sua volta, il controllo della ricevuta qualifica il soggetto che lo detiene quale "holder" (possessore) così l'art. 3 (2, a); dunque, si può dire che controllo equivale a possesso mediato da scritture digitali.

<sup>9</sup> UNITED NATIONS GENERAL ASSEMBLY, Commission on International Trade Law, Fifty-third session, *Exploratory work on legal issues related to the digital economy – reports of events*, New York, 6–17 July 2020, A/CN.9/LIII/INF/2, nn. 48-49, ove si osserva che, in molti ordinamenti, le polizze di carico, le cambiali o le azioni non sono considerate come "proprietà" sicché, in tali ordinamenti, anche i *token* non potranno essere oggetto di un diritto di proprietà.

<sup>10</sup> PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3 al fasc. 1, 2022, p. 36; DE LUCA e DE MARI, *Azioni tokens come fattispecie "nativa"*, in *Tokenizzazione di azioni*, cit., 99. In passato, problematicamente, LIBONATI, *Titoli*, cit., pp. 54 ss.

dei *digital asset* quali titoli di credito, conta che al titolare sia assicurato il diritto esclusivo relativo alla situazione giuridica soggettiva incorporata, compresa la facoltà di trasferirla.

Venendo all'evoluzione dell'ordinamento nazionale, merita rammentare che, già nel 2020, nell'ambito delle scelte per la c.d. *Italia Digitale*, sono state proposte alcune raccomandazioni relative “ai *token* digitali gestiti attraverso un registro distribuito”, ravvisando la necessità di «*ri-definire, nel rispetto della normativa europea, la categoria dei prodotti/strumenti finanziari includendo le ipotesi in cui detti prodotti siano emessi sotto forma di (security) token e utilizzino tecnologie dei registri distribuiti e crittografia in modo tale da abilitare e intercettare nuovi modelli di business*»<sup>11</sup>.

Anticipando una prima considerazione riguardo al decreto *Fintech*, ci sembra notevole denotare che, ai sensi dell'art. 18, co. 1, «*l'emissione di strumenti finanziari digitali è consentita solo su registri tenuti da responsabili iscritti nell'elenco previsto all'articolo 19*». Si tratta di registri centralizzati se si guarda al soggetto che ne assume la responsabilità, benché poi distribuiti da un punto di vista informatico. Tali registri rafforzano la fede pubblica nella correttezza della circolazione di tali titoli.

A noi sembra che si sia in presenza di una situazione simile a quella descritta da Goldschmidt e relativa all'origine della disciplina dei titoli di credito: secondo l'illustre studioso, da un lato, i depositi presso un banchiere<sup>12</sup>, erano attestati dal banchiere stesso che, sui propri registri, via via annotava anche i trasferimenti successivi in occasione della presentazione dei titoli; dall'altro, benché queste annotazioni avessero solo valore di prova, nessuno si preoccupava di controllare la regolarità dei trasferimenti finendo l'annotazione per prevalere sulle regole generali della cessione dei crediti<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Proposte*, cit.

<sup>12</sup> Ma anche presso quelli che, con termini attuali, chiameremmo magazzini generali.

<sup>13</sup> GOLDSCHMIDT, *Storia universale del diritto commerciale*, traduzione italiana di POUCHAIN e SCIALOJA, Torino, 1913, p. 295. Ivi l'a. precisamente afferma: «*e similmente per le iscrizioni dei depositi nei libri delle banche e dei magazzini, nei tempi antichi in modo quasi esclusivo; i certificati che venissero rilasciati erano in se semplici mezzi di prova, anche quando nei rapporti ordinari erano impiegati per trasferimento di diritti; e forse (?) per la loro forma (essi potevano essere emessi all'ordine o al portatore) o per il loro trattamento in commercio (essi erano pagati, trascritti, ecc., ad ogni esibitore senza esame del modo d'acquisto) si avvicinavano ai "titoli di credito"*». L'a. riporta, fra gli altri, esempi relativi al Banco di San Giorgio di Genova (1532) e del Banco di Sant'Eligio di Napoli (1592).

La situazione è simile ma, allo stesso tempo, con differenze non di poco conto. Basti pensare al fatto che, all'epoca, la circolazione dei titoli di credito era sostanzialmente decentrata e controllata dal banchiere solo a richiesta del possessore pro-tempore o all'estinzione del titolo; oggi, invece, tutti i passaggi "di mano" sono rigorosamente registrati in modo accentrato e ciò accresce la sicurezza e la fiducia. In verità la gestione accentrata è stata, anch'essa, da molto tempo sperimentata valendosi della circolazione dematerializzata; il portato radicalmente innovativo nella circolazione dei *digital asset* sta nell'immensa mole degli scambi trattati sui mercati digitali e nella rapidità degli scambi registrati in frazioni di secondo. In definitiva, l'accresciuto spessore dei mercati finanziari, lo sviluppo della tecnologia e l'innovazione normativa viaggiano necessariamente in parallelo.

Tornando al decreto, osserviamo che, come già avvenuto nella gestione accentrata, dematerializzata, la circolazione reale dei titoli potrà ora essere sostituita da una sorta di gestione accentrata digitale degli strumenti finanziari. L'emissione e il trasferimento di questi ultimi devono essere eseguiti su un registro informatico distribuito ma "tenuto" da un responsabile o dal soggetto banca, Sim, gestore del mercato, CSD, secondo i casi, che gestirà l'infrastruttura di mercato. Il soggetto "responsabile" dovrà garantire la correttezza, la completezza e l'aggiornamento dei dati concernenti gli strumenti emessi (art. 13 decreto *Fintech*).

Completando, infine, il quadro riguardante il contesto internazionale, occorre anche rilevare che, nelle more dell'implementazione del *regime pilota*, il quadro normativo si è fatto ancora più complesso perché, il 10 maggio 2023, il Governing Council di UNIDROIT ha adottato i *Principles on Digital Assets and Private Law*<sup>14</sup>. L'ambito di applicazione della proposta concerne i *digital assets*, definiti quali documenti elettronici suscettibili di essere assoggettati a *controllo*, per tale s'intende una situazione di fatto, non necessariamente dotata degli effetti giuridici che in molte giurisdizioni sono connessi al possesso. Il concetto informale di controllo riporta, alla medesima fattispecie, situazioni di fatto identiche ma trattate diversamente nelle varie giurisdizioni. Non deve stupire, pertanto, che il *Principle 6* relativo al controllo sui *digital asset*, detto in breve, afferma che esso consiste nel diritto di disporre, cioè di trarre benefici e di poter trasferire escludendo, da tali facoltà, soggetti terzi. Il punto 6.2 del commento al detto *Principle 6*, infatti, spiega che «*The exclusive ability*

---

<sup>14</sup> UNIDROIT, GOVERNING COUNCIL, *Principles*, cit., pp. 1-77.

*requirements in Principle 6(1)(a) contemplate that ‘control’ assumes a role that is a functional equivalent to that of ‘possession’ of movables».*

Tuttavia, in ragione dell'immaterialità del *digital asset* il possesso può essere detenuto anche tramite un *custodian* o un *subcustodian* (noi diremmo, rispettivamente, depositario e subdepositario) che svolge/ono il servizio per la clientela (v. *Principle 10*). Il *custodian* agisce in conformità con le istruzioni del cliente (*Principle 11*)<sup>15</sup>.

Si conferma quanto già avviene in altre situazioni, vale a dire che può essere oggetto di possesso anche un bene incorporeo, p.e. ciò accade riguardo alle onde magnetiche e alle frequenze radiotelevisive, in modo analogo, potrebbe ben essere oggetto di possesso un “supporto” digitale (quello che è comunemente denominato *token* contenuto in *un registro gestito in modo distribuito potenzialmente usando la tecnologia blockchain*) la cui materialità consiste di impulsi elettrici nel mondo digitale, quando si incorpori, esattamente come un documento cartaceo, il diritto di credito o i *proprietary rights* in un *digital asset*, si vedano al riguardo i *Principles 8 e 9*. Infatti, il supporto digitale, pur essendo nella percezione immediata immateriale, svolgerà la stessa funzione del titolo cartaceo qualora, in ordine allo stesso, il titolare possa esercitare un diritto esclusivo, che comprenda il diritto di trasferire le situazioni giuridiche attive in esso contenute.

Si aggiunga, infine, che nessuna pretesa di proprietà sul *digital asset* può essere fatta valere contro il cliente (in buona fede?) del *custodian* salvo che questi conosca o avrebbe dovuto conoscere che il diritto sia di altri (*Principle 12, 1 e 2*).

## 2. Il regolamento *Pilot*.

Già a far data dal 2016<sup>16</sup> il mercato si interrogava sulla possibilità di ricorrere alle tecnologie DLT ai fini dell'emissione di strumenti finanziari. Il principale condizionamento percepito era (e resta) rappresentato da

---

<sup>15</sup> Tuttavia, situazioni di *non-custody arrangements* (p.e. quando l'investitore, disponendo personalmente della custodia e dell'uso della chiave d'accesso alla *blockchain*, non si serve di terze parti) sono descritte in UNIDROIT, *Digital Assets and Private Law Principle 2(2)*, Rome, 2023, pp. 74 ss.

<sup>16</sup> Cfr., tra i primi, PAECH, *Securities, intermediation and the blockchain*, in *Revue de droit uniforme*, 21(4), 2016, pp. 612 ss.

una norma del regolamento c.d. CSDR<sup>17</sup> in base alla quale, nella misura in cui un valore mobiliare nell'accezione MiFID sia destinato ad essere negoziato su una sede di negoziazione, come definita dalla medesima direttiva, esso deve essere necessariamente dematerializzato presso un depositario centrale perché possa essere effettuato il *settlement* delle transazioni che hanno come oggetto quel titolo. Questo requisito di "rappresentazione in forma scritturale" implica che lo strumento esista come mera registrazione in un sistema di scritture contabili fin dalla sua genesi (o sia trasformato in una registrazione in un momento successivo o a seguito dell'immobilizzazione del certificato che lo rappresenta nel *caveau* del depositario centrale) e necessita, come naturale corollario, della presenza non eludibile di taluni attori: *in primis* dello stesso depositario centrale, poi dei soggetti che si interpongono tra il depositario e gli investitori, ossia gli intermediari, che costituiscono l'esclusivo punto di accesso degli investitori all'oggetto del proprio investimento, "custodito" in un *dossier* titoli.

La stessa attività di *settlement* gestita del depositario centrale impone la presenza di intermediari<sup>18</sup>. Dall'applicazione della disciplina unionale discende dunque un requisito che incide sulla forma e sulle modalità di circolazione degli strumenti finanziari che a tali mercati siano destinati.

Per altro verso, sul fronte della negoziazione, anche la direttiva MiFID impone la presenza di intermediari: prescrive infatti che l'accesso alle *trading venue* sia effettuato tramite imprese di investimento o enti<sup>19</sup> creditizi.

---

<sup>17</sup> Regolamento UE n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 (*Central Securities Depository Regulation*).

<sup>18</sup> Il CSDR prescrive infatti che il sistema di *settlement* operato dal depositario centrale debba possedere determinate caratteristiche e in particolare essere "designato" ai sensi della direttiva 98/26/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 19 maggio 1998 ("*settlement finality*" o SFD). La designazione consente al sistema medesimo di beneficiare delle speciali protezioni previste dalla citata direttiva e in particolare di consentire che per gli ordini di trasferimento da esso processati possa essere invocata la c.d. definitività. Ai sensi della stessa SFD lo svolgimento dell'attività di *settlement* richiede che i "partecipanti" a un sistema di *settlement* siano sostanzialmente banche e imprese di investimento.

<sup>19</sup> Altri soggetti che abbiano un livello sufficiente di capacità di negoziazione, competenza e modalità e risorse organizzative adeguate possono partecipare in qualità di negoziatori solo a determinate condizioni. Cfr. Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, in particolare art. 53, § 3.

Le piattaforme in cui sono negoziate le “criptoattività” si distinguono, invece, fin dalla loro emersione, per la potenzialità di consentire agli investitori, anche *retail*, un accesso diretto e disintermediato. Gli stessi “registri distribuiti”, d'altra parte, nascono per realizzare trasferimento di valore, senza dover coinvolgere una terza parte «di fiducia»<sup>20</sup>.

L'intervento del legislatore del regolamento *Pilot* si inquadra nello scenario sopra descritto: il *considerando* di apertura rende noto come l'obiettivo di esplorare, sviluppare e promuovere la diffusione di tecnologie trasformative nel settore finanziario, compresa la diffusione della tecnologia a registro distribuito, sia un *interesse politico* dell'Unione e come sia necessario creare una sorta di ambiente di “test” per incoraggiare il ricorso alle tecnologie a registro distribuito nelle aree del *trading* e del *post-trading*. Scopo dell'intervento è, in particolare, quello di favorire lo sviluppo di un mercato secondario di strumenti emessi e trasferiti su registro distribuito. Il suo perseguimento passa attraverso la disapplicazione, almeno temporanea, di quegli obblighi che sono percepiti come principale ostacolo alla esplorazione delle nuove tecnologie e sopra richiamati, nonché di ulteriori previsioni – principalmente contenute nel CSDR – la cui compatibilità con le nuove tecnologie si reputa dubbia.

*In primis*, il regolamento *Pilot* conferma che sono da considerare strumenti finanziari a pieno titolo ai sensi dell'Allegato I alla direttiva MiFID anche quelli emessi facendo ricorso alla DLT<sup>21</sup>. Sebbene tale previsione fughi ogni dubbio rispetto alla circostanza che l'abito di cui si veste lo strumento finanziario possa incidere sulla sua natura intrinseca, la rassicurazione non era strettamente necessaria. Anzi, per la prima volta nella storia della definizione di strumento finanziario si introduce una contaminazione di matrice tecnologica<sup>22</sup>.

---

<sup>20</sup> NAKAMOTO, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, che evidenzia come «*What is needed is an electronic payment system based on cryptographic proof instead of trust, allowing any two willing parties to transact directly with each other without the need for a trusted third party*», <https://bitcoin.org/bitcoin.pdf>.

<sup>21</sup> Cfr. art. 18 del regolamento *Pilot*, che dispone la sostituzione del punto 15 dell'art. 4, paragrafo 1, della direttiva MiFID (definizione di “strumento finanziario”) col seguente: «*qualsiasi strumento riportato nella sezione C dell'allegato I, compresi gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito*».

<sup>22</sup> In questo senso si è espresso anche LAUDONIO, nell'ambito del seminario «*Le S.r.l. aperte nella recente legislazione speciale, uno sguardo nel vaso di Pandora*», organizzato dall'associazione “Orizzonti del Diritto Commerciale” il 27 ottobre 2023.



Alla richiesta rivolta agli ordinamenti nazionali di implementare tale modifica della MiFID è legato il termine del 23 marzo 2023, data individuata altresì quale momento di applicazione del regolamento *Pilot* (salve talune eccezioni non di interesse in questa sede). Tale data si pone dunque quale *dies ad quem* per i legislatori nazionali, per apportare agli ordinamenti interni tutte le modificazioni necessarie a consentire concretamente di far partire le sperimentazioni contemplate dal *regime pilota*.

Il regolamento *Pilot* favorisce la creazione di un ambiente di sperimentazione introducendo infrastrutture “dedicate” (le “infrastrutture di mercato DLT”) evidentemente del tutto inedite: il sistema multilaterale di negoziazione DLT (MTF DLT), il sistema di regolamento DLT (SS DLT) e il sistema di negoziazione e regolamento DLT, quest’ultimo risultante dalla combinazione dei servizi di DLT MTF e di DLT SS (TSS DLT). Tali infrastrutture sono accomunate dalla circostanza di avere quale oggetto della propria attività gli “strumenti finanziari DLT”, che sono “strumenti finanziari”, nell’accezione MiFID, emessi, registrati, trasferiti e “stoccati” mediante la tecnologia a registro distribuito<sup>23</sup>.

Nel regolamento *Pilot*, l’SS DLT e il TSS DLT, in particolare, sono deputati ad effettuare il *settlement* delle transazioni in strumenti finanziari DLT (e in virtù di tale ruolo, come si vedrà *infra*, il decreto *Fintech* individua i loro gestori quali soggetti deputati a “tenere il registro” degli strumenti finanziari ammessi al *regime pilota*)<sup>24</sup>.

Le nuove infrastrutture sono destinate però – e qui viene meno il senso dell’inedito – ad essere operate da “vecchie conoscenze” dell’ordinamento, ossia banche, imprese di investimento, operatori di mercato e depositari centrali; difatti, un DLT MTF potrà essere gestito solo da una SIM/banca o da un gestore del mercato, un DLT SS potrà essere gestito solo da un depositario centrale e un DLT TSS potrà essere gestito da una SIM, una banca, un gestore del mercato o da un depositario centrale. Ai fini della “sperimentazione” è, dunque, riconosciuta la necessità della presenza di almeno un intermediario “tradizionale”<sup>25</sup>.

Il *proprium* del regolamento *Pilot* consiste tuttavia nel potenziale alleggerimento della disciplina applicabile a tali soggetti, qualora si pro-

---

<sup>23</sup> Cfr. art. 2, nn. 11) e 12), del regolamento *Pilot*.

<sup>24</sup> Cfr. *infra*, sub § 4.

<sup>25</sup> Il regolamento *Pilot* apre, in astratto, alla possibilità che in sede di presentazione dell’istanza di “accesso” al *regime pilota* tali soggetti non risultino essere già autorizzati, ma presentino contemporaneamente un’istanza per acquisire uno degli status soggettivi sopra richiamati. In concreto questo scenario appare estremamente oneroso.



pongano alla guida di un'infrastruttura di mercato DLT. Infatti, le “autorizzazioni specifiche”, necessarie ai gestori di tali infrastrutture, possono godere di esenzioni *ad hoc* dall'applicazione di quelle disposizioni che siano percepite come principale ostacolo, anche solo potenziale, all'utilizzo delle DLT. Il legislatore è convinto che attraverso questo “esercizio” diventi più facile individuare le disposizioni contenute nell'ordinamento unionale che in concreto siano fattori di inibizione rispetto alle possibilità applicative della nuova tecnologia<sup>26</sup>.

In uno stadio successivo, cui il *regime pilota* potrebbe essere preordinato<sup>27</sup>, tali impedimenti potranno essere rimossi definitivamente.

Fra le previsioni del primo tipo rilevano, principalmente, la possibilità di essere esentati dall'obbligo di rappresentazione in forma scritturale di cui all'art. 3 CSDR, dall'obbligo di “intermediazione” riguardo al *settlement* e dall'obbligo di “intermediazione” riguardo alla negoziazione.

Il gestore dell'SS DLT potrà chiedere un'esenzione dall'obbligo di rappresentazione in forma scritturale ove dimostri che l'uso della “scrittura contabile” è incompatibile con l'uso della tecnologia a registro distribuito impiegata e a condizione che proponga misure compensative per conseguire gli obiettivi della disposizione rispetto a cui richiede l'esenzione, e fornisca una serie di ulteriori garanzie minime<sup>28</sup>. Tale gestore potrà anche richiedere di essere autorizzato ad ammettere, tra i partecipanti al sistema di regolamento gestito, persone fisiche e persone giuridiche diverse da quelle normalmente ammissibili<sup>29</sup>, nel rispetto, tuttavia, di alcune condizioni<sup>30</sup>.

---

<sup>26</sup> Le esenzioni possibili sono contemplate dagli artt. 4, §§ 2 e 3 e 5, §§ 2-9, poi richiamati anche dall'art. 6, § 1 del regolamento *Pilot*.

<sup>27</sup> Cfr. art. 14 del regolamento *Pilot*. Ad esito della “sperimentazione”, la Commissione europea potrebbe proporre modifiche alla legislazione dell'Unione fino ad includere l'armonizzazione «*delle legislazioni nazionali che agevolerebbero l'uso della tecnologia a registro distribuito nel settore finanziario*».

<sup>28</sup> Cfr. art. 5, § 2, del regolamento *Pilot*.

<sup>29</sup> Il riferimento è alla definizione di “partecipante”, di cui all'art. 2, lettera f), della direttiva *settlement finality* (che a sua volta ricomprende gli “enti” come definiti dalla medesima direttiva). Corollario dell'eventuale concessione di tale esenzione è che il sistema di regolamento titoli gestito non potrà essere designato ai sensi della medesima direttiva. Ciò comporta un evidente vuoto di tutela, che il legislatore del regolamento *Pilot* curiosamente pensa possa essere colmato sulla base dell'adozione di misure compensative (cfr. art. 5, § 7, ult. comma).

<sup>30</sup> Cfr. art. 5, § 5. Tra i requisiti figura il possesso di capacità, competenza, esperienza e conoscenza in relazione al *settlement* e al funzionamento della DLT.

Anche il gestore dell'MTF DLT potrà chiedere l'autorizzazione ad ammettere persone fisiche e giuridiche a negoziare per conto proprio in qualità di membri o partecipanti<sup>31</sup>, purché soddisfino una serie di requisiti di legge<sup>32</sup>. A fronte della concessione dell'esenzione, l'autorità competente potrà, a sua volta, pretendere l'adozione di misure a tutela delle persone fisiche ammesse, proporzionate al profilo di rischio.

Il gestore del TSS DLT, infrastruttura che realizza l'integrazione tra l'ambiente di *trading* e quello di *post-trading*, potrà beneficiare di tutte le esenzioni sopra richiamate e di quelle ulteriori previste per le due tipologie di infrastrutture, cumulandole. La concessione delle esenzioni sarà amministrata, su iniziativa delle infrastrutture, dalle singole autorità nazionali competenti, che potranno imporre condizioni "compensative" che permettano di colmare eventuali vuoti di tutela. L'ESMA avrà un ruolo consultivo e di catalizzazione della convergenza delle prassi di vigilanza.

Inoltre, nella consapevolezza che il ricorso alla DLT può portare con sé forme di rischio ancora sconosciute, il legislatore unionale prescrive, a chi voglia farne esperienza, l'applicazione di requisiti aggiuntivi rispetto a quelli tradizionali, di matrice operativa e informativa<sup>33</sup>.

Si prevede altresì, con una norma di cui non paiono rinvenibili precedenti, che l'autorità competente, al fine di valutare l'affidabilità dei dispositivi informatici e cibernetici di un'infrastruttura di mercato DLT, possa richiedere una verifica *ad hoc*, nominando all'uopo un revisore indipendente con costi a carico dell'infrastruttura di mercato DLT<sup>34</sup>.

In ragione del carattere "sperimentale", il *regime pilota* prevede anche talune limitazioni riguardo all'ambito di applicazione oggettivo; esso

---

<sup>31</sup> Secondo quanto previsto dall'art. 4, § 2, del regolamento *Pilot*, che consente di estendere l'ambito dei membri o partecipanti al sistema di negoziazione multilaterale DLT al di là delle categorie previste dall'art. 53, § 3, della direttiva MiFID.

<sup>32</sup> Tali requisiti sono simili a quelli previsti per l'ammissione di nuovi soggetti lato *settlement*, con alcune specificità che riguardano l'attività di *trading* (cfr. art. 4, § 2)

<sup>33</sup> I gestori delle infrastrutture di mercato DLT sono tenuti sostanzialmente a garantire l'idoneità di tutti i dispositivi informatici e cibernetici relativi all'uso della DLT rispetto alla attività prospettata e a dotarsi altresì di procedure specifiche di gestione del rischio operativo, nonché, tra l'altro, a mettere a disposizione del pubblico una documentazione legale estremamente dettagliata (cfr. art. 7, §§ 4 e 1, co. 2).

<sup>34</sup> Art. 7, § 4, co. 3 del regolamento *Pilot*.

è destinato infatti solo ad alcune tipologie di strumenti<sup>35</sup>, nel limite di soglie massime quantitative, applicabili a livello del singolo emittente o della singola emissione<sup>36</sup> e a livello del “valore di mercato aggregato” degli strumenti ammessi<sup>37</sup>.

Dopo avere schematicamente descritta la complessità del disegno regolamentare, è opportuno ancora rimarcare il carattere primario, appunto, di “*test*” del *regime pilota* che traspare dal suo essere a tempo determinato. Infatti, le autorizzazioni specifiche che possono essere concesse per la gestione di un’infrastruttura di mercato DLT hanno una durata massima pari a sei anni. Il gestore dell’infrastruttura di mercato DLT può indicare, nella propria strategia di transizione, l’intenzione di ottenere un’autorizzazione “piena” allo scadere dell’autorizzazione specifica del *regime pilota*; in difetto, è tenuto a concludere specifici accordi con i gestori delle infrastrutture di mercato tradizionali per organizzare la successione<sup>38</sup>.

---

<sup>35</sup> Art. 3, § 1, del regolamento *Pilot*. Si tratta di azioni; obbligazioni e altri titoli di debito (nonché ricevute di deposito relative a tali titoli), e strumenti del mercato monetario, ma esclusi quelli che incorporano uno strumento derivato o che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio correlato; azioni o quote di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari non strutturati.

<sup>36</sup> Art. 3, § 1, del regolamento *Pilot*. La soglia di ammissione per le azioni si basa sulla capitalizzazione di mercato, anche provvisoria, dell’emittente (che deve essere inferiore a 500 milioni di EUR); per obbligazioni e altre forme di debito cartolarizzato e gli strumenti del mercato monetario, rileva l’entità dell’emissione, che deve essere inferiore a 1 miliardo di EUR; per le quote di organismi di investimento collettivo, rileva il valore di mercato delle attività gestite, che deve essere inferiore a 500 milioni di EUR. Sono escluse dal calcolo della soglia riferita ai titoli di debito le obbligazioni societarie emesse da emittenti la cui capitalizzazione di mercato non supera i 200 milioni di EUR al momento della loro emissione.

<sup>37</sup> Tale soglia, che si applica in sede di ammissione di un nuovo strumento, è pari a sei miliardi di euro (art. 3, §2, del regolamento *Pilot*). È prevista anche un’ulteriore soglia, pari a nove miliardi di euro, misurata sempre in termini di valore aggregato (art. 3, § 3, del regolamento *Pilot*). Il suo raggiungimento innesca l’attivazione della cosiddetta “strategia della transizione”, che contempla il ritorno dalla DLT alle infrastrutture di mercato tradizionali e deve essere pronta per essere attuata tempestivamente anche nei casi in cui l’autorizzazione specifica alla gestione dell’infrastruttura di mercato DLT sia revocata o sospesa o si verifichi una cessazione volontaria o involontaria dell’infrastruttura medesima. Così dispone l’art. 7, § 7, del regolamento *Pilot*.

<sup>38</sup> Ciò entro cinque anni dall’ottenimento dell’autorizzazione specifica o in un momento antecedente, laddove ciò sia richiesto per far fronte a eventuali rischi di cessazione anticipata dell’autorizzazione specifica (cfr. art. 7, § 10).

### 3. La *ratio* dell'intervento emergenziale.

Il regolamento *Pilot*, attraverso la modifica della MiFID, riconosce dunque la natura di strumento finanziario di uno strumento emesso su registro distribuito e potenzialmente consente di superarne l'obbligo di rappresentazione in forma scritturale presso il sistema di gestione accentrata. Affinché tale possibilità attecchisca<sup>39</sup>, gli ordinamenti nazionali devono essere pronti a consentire che i privati liberamente *emettano, registrino, trasferiscano e stocchino* lo strumento finanziario *mediante la tecnologia a registro distribuito*<sup>40</sup>. In altri termini, tali ordinamenti devono consentire esplicitamente che uno strumento finanziario possa essere generato su un registro distribuito e che possa vivere, nella dimensione del registro distribuito, tutto il suo ciclo di vita<sup>41</sup>.

Nel far ciò, ove i profili di diritto civile e commerciale dell'emissione in forma digitale risultino già disciplinati e adatti a dialogare con la sovrastruttura (e l'infrastruttura) unionale, il legislatore nazionale può limitarsi ad effettuare un intervento di raccordo, se esso si rende necessario.

Ove invece difetti una disciplina compatibile con le logiche e geometrie rese possibili dalla disciplina unionale, gli ordinamenti nazionali devono approntare tutto l'"apparato radicale" necessario ai fini dell'innesto.

Per quanto riguarda l'ordinamento italiano, la dottrina recente si è già interrogata sulla possibilità, *de jure condito*, di emissione di attività finanziarie tradizionali e tipiche quali azioni e obbligazioni, qualora, come si è detto, tali strumenti non fossero soggetti all'obbligo di rappresentazione in forma scritturale<sup>42</sup>.

---

<sup>39</sup> Così si esprime la memoria depositata dalla Consob in occasione dell'audizione presso la VI Commissione "Finanze e tesoro" del Senato del 4 aprile 2023.

<sup>40</sup> Cfr. la definizione di "*strumento finanziario DLT*" sub art. 2, n. 11, del regolamento *Pilot*.

<sup>41</sup> La rilevanza del diritto nazionale è riconosciuta al considerando 45 dallo stesso regolamento *Pilot*, che valorizza la presenza e l'applicazione di disposizioni non armonizzate del diritto nazionale, richiamando la necessità del rispetto delle medesime da parte dei gestori delle infrastrutture, anche nell'ottica di consentire ai propri utenti di conformarvisi.

<sup>42</sup> È bene sottolineare che, oltre all'obbligo di rappresentazione in forma scritturale di matrice unionale, vengono in considerazione, a livello nazionale, gli obblighi di rappresentazione scritturale previsti dal Provvedimento unico sul *post-trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 (cfr. in particolare l'art. 34), in virtù dell'art. 83-*bis*, co. 2, del t.u.f. Il legislatore del decreto *Fintech* opportunamente prevede

Sono state proposte diverse tesi interpretative. Premesso il riferimento all'art. 2346, comma 1, c.c., che rimette alla scelta statutaria la possibilità di prevedere il ricorso a “diverse tecniche di legittimazione e circolazione” per le azioni o la scelta di non procedere all'emissione dei relativi titoli, alcuni autori hanno incardinato le proprie riflessioni sulla prima opzione, altri sulla seconda.

Secondo una tesi, l'avvento della DLT potrebbe ben costituire l'occasione per rivalorizzare la portata della norma che consente di utilizzare tecniche di legittimazione e circolazione diverse, rivedendo gli orientamenti che ne hanno sminuito il contenuto precettivo riducendola ad un mero rinvio mobile (una “testa di ponte”) a previsioni di legge ulteriori; essa potrebbe invece fungere da leva, nell'ordinamento, addirittura per sussumere la circolazione cartolare in quella digitale in *blockchain*, operazione possibile nella misura in cui fossero riprodotte le caratteristiche salienti. In particolare, secondo la tesi prospettata, il ricorso ad una DLT *permissioned*, che consenta di evidenziare la sequenza delle vicende circolatorie o costitutive di vincoli e che sia opportunamente configurata per associare univocamente ciascun *token* all'identità di un titolare sarebbe idoneo a soddisfare le condizioni necessarie affinché possano essere “compiutamente trapiantati” nel nuovo contesto la nominatività obbligatoria dei titoli azionari ed i meccanismi fondanti l'imputazione e l'esercizio dei diritti sociali, in uno scenario in cui i poteri di controllo e modifica fossero affidati all'organo amministrativo<sup>43</sup>.

Valorizzando invece l'opzione statutaria della non emissione dei titoli azionari, la previsione di riferimento diventa l'art. 2355, co. 1, c.c., che ne disciplina le conseguenze in punto di circolazione: se un “titolo” azionario non è emesso (né in forma cartolare né in forma scritturale), la circolazione dell'azione resta consensuale e gli acquisti sono opponibili all'emittente solo al momento dell'iscrizione nel libro soci. Secondo un autore, l'emissione di “azioni tokenizzate” può essere considerata equi-

---

la disapplicazione degli obblighi di dematerializzazione di matrice nazionale nel caso di emissione assoggettate al decreto medesimo (cfr. art. 3, comma 2, del decreto *Fintech*).

<sup>43</sup> Così LAUDONIO, *Blockchain and Icos (a Sisyphbean Juridical Tale on Financial Markets and Innovation)*, in CALIGIURI, *Legal Technology Transformation. A Practical Assessment, open access*, 2020, p. 214, poi confluito in *Distributed ledger technology e ICOs (una favola giuridica sisifea sul diritto dei mercati finanziari e l'innovazione)*, cit. *sub* nota 1, pp. 111 e ss. Sul tema si veda altresì DE LUCA, *Documentazione crittografica e circolazione della ricchezza*, in *Diritto del Fintech*, a cura di Cian e Sandei, Padova 2020, pp. 429 e ss.

valente alla mancata emissione delle azioni ai sensi dell'art. 2355, co. 1, c.c. e può costruirsi in parallelo una tenuta del libro soci con tecnologie basate su registri distribuiti ai sensi dell'art. 2215-*bis* c.c. in modo tale da far sì che “la circolazione delle azioni tokenizzate, per il tramite della *blockchain*, possa determinare l'automatico aggiornamento dei libro soci, con effetti anche sull'emittente”<sup>44</sup>.

Anche per altri sarebbe in effetti possibile, per una società per azioni, ipotizzare una tenuta del libro soci in DLT al fine di “rappresentare” le proprie azioni sotto forma di *token*. In tale scenario i *token* non sarebbero tuttavia realmente giuridicamente rappresentativi delle azioni della società: dal punto di vista legale, i *token* potrebbero essere considerati uno strumento (nell'accezione di “utensile”) il cui trasferimento attiva il meccanismo di aggiornamento del libro soci<sup>45</sup>.

Per quanto riguarda le obbligazioni, non si registrano previsioni analoghe a quella dell'art. 2346 c.c. che consentano la scelta in via statutaria di tecniche di legittimazione e circolazione alternative (o evocino la mancata emissione del titolo). D'altra parte, l'incorporazione in titoli di credito cartolari non è ritenuta “coessenziale” all'obbligazione<sup>46</sup>.

La dottrina rileva pertanto come non sembrino sussistere ostacoli normativi insormontabili rispetto alla prospettiva di una informatizzazione del libro degli obbligazionisti con riproposizione in chiave DLT degli elementi fondamentali della circolazione nominativa<sup>47</sup> (o finanche della circolazione al portatore<sup>48</sup>).

---

<sup>44</sup> In questo senso DE LUCA, *Documentazione*, cit., p. 430. Contro questa possibile equivalenza azione non emessa-azione tokenizzata si esprime invece LAUDONIO, *Blockchain*, cit. p. 112.

<sup>45</sup> Così LENER e FURNARI, *Company law during the blockchain revolution. The rise of “CorpTech”*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 9 novembre 2020. Sono state pubblicizzate nel corso del 2021 e del 2022 talune iniziative di digitalizzazione dei libri sociali apparentemente basate su tali interpretazioni.

<sup>46</sup> LAUDONIO, *Blockchain*, cit. pp. 109 e s.

<sup>47</sup> Venuto meno il supporto cartaceo, si tratterebbe sostanzialmente della possibilità di sottoporre i trasferimenti al controllo dell'emittente garantendo la costante ed univoca identificabilità del titolare. Lo stesso ragionamento sarebbe applicabile anche agli altri strumenti finanziari di debito e ai titoli di debito delle s.r.l.: rispetto a queste categorie, così come per le obbligazioni, «*la maggioranza degli autori che si è occupata di essi negava la coessenzialità della loro incorporazione in titoli di credito cartolari, sicché si ritiene di poter superare ogni argomento che poggia sulla loro necessaria materialità*». LAUDONIO, *Blockchain*, cit.

<sup>48</sup> Non potrebbe, in particolare, rilevare quale limite “a monte” alla creazione di *security tokens* “al portatore” il divieto di cui all'art. 2004 c.c. (in base al quale un titolo

Le soluzioni interpretative proposte paiono, tuttavia, tutte accomunate dall'impossibilità (o comunque dal dubbio, a seconda della soluzione in considerazione), che i trasferimenti possano produrre effetti acquisitivi cartolari<sup>49</sup>.

L'incertezza circa l'applicabilità alla circolazione dei *token* del principio dell'acquisto di buona fede, che è collegata alla presenza nell'ordinamento di una previsione positiva, rende questi regimi incompatibili almeno con le prospettive di circolazione nel *regime pilota*, in cui la naturale destinazione degli strumenti finanziari è quella di essere negoziati su una sede di negoziazione.

Serve pertanto una legge di circolazione assimilabile, *quoad effectum*, alla legge di circolazione che tipicamente disciplina gli effetti dei trasferimenti sul mercato dei capitali, di cui principio dell'acquisto di buona fede dovrebbe fungere da cardine<sup>50</sup>.

Per creare dunque un quadro di certezza giuridica, si è reso necessario in Italia un intervento più pervasivo di quanto apparentemente necessitato dal formale adeguamento dell'ordinamento al regolamento *Pilot*, vestito di un abito emergenziale alla luce della scadenza ormai imminente del relativo termine.

#### 4. *Segue*. Il contenuto: le caratteristiche del nuovo regime di emissione e circolazione e i soggetti coinvolti.

Con il decreto *Fintech* il legislatore ha provveduto, in primo luogo, a dettare la disciplina indispensabile al fine dell'adeguamento formale dell'ordinamento nazionale a quello unionale e, allo scopo ha modifica-

---

di credito contenente l'obbligazione di pagare una somma di danaro non può essere emesso al portatore se non nei casi stabiliti dalla legge), aderendo all'orientamento interpretativo che risulta dominante in dottrina e che ritiene non ricompresi nell'alveo applicativo del divieto quei titoli «*che non siano pagabili a vista [...], poiché essi non contrastano con la ratio di inibire la creazione di titoli funzionalmente equivalenti alla moneta legale al di fuori di ogni controllo pubblico*». LAUDONIO, *Blockchain*, cit. p. 93, nota 12.

<sup>49</sup> Sul tema dell'operatività del principio di autonomia degli acquisti in caso di mancata emissione delle azioni, KUTUFÀ, *Azioni non emesse e autonomia nella circolazione*, 2013, pp. 123 ss.; DE LUCA e DE MARI, *Azioni*, cit., p. 106.

<sup>50</sup> La necessità che operi il principio dell'acquisto di buona fede nei trasferimenti che concernono in generale "asset digitali" è riconosciuta anche nei principi Unidroit: il particolare il principio 8, *Innocent acquisition*.

to la definizione di strumento finanziario contenuta nel TUF in conformità con quanto già modificato nella MiFID. In secondo luogo, ha provveduto a identificare le autorità nazionali competenti ad amministrare il *regime pilota*<sup>51</sup>. Da ultimo, come anticipato ha effettuato ciò che in una prospettiva di diritto interno appariva fondamentale, vale a dire ha predisposto un insieme di regole di diritto privato che potesse consentire al *regime pilota* di innestarsi su una base di certezza del diritto. Tale obiettivo è stato perseguito introducendo una nuova modalità di emissione e circolazione di strumenti finanziari, alternativa a quella cartolare e a quella scritturale in gestione accentrata, tuttavia modulata proprio sulla falsariga delle medesime.

A tale scelta si è voluto dare una valenza più ampia. La nuova cornice, infatti, è stata “messa a disposizione” anche ai fini dell’emissione di strumenti finanziari non destinati alla negoziazione su una *trading venue*, ossia anche al di fuori delle necessità del *regime pilota*. In definitiva, il decreto *Fintech* ha proposto una disciplina di potenziale portata generale, consentendo all’Italia la possibilità di recuperare terreno rispetto alle iniziative di altri Stati europei che l’avevano preceduta nell’adeguamento dei rispettivi ordinamenti al fenomeno digitale.

Orbene, per costruire una legge di circolazione assimilabile a quella che oggi disciplina i trasferimenti sul mercato dei capitali, il legislatore del decreto *Fintech* ha guardato molto da vicino al legislatore del decreto euro (e poi del t.u.f.)<sup>52</sup>. È dirimente a questo proposito ricordare che il salto, in Italia, dal “possesso” della *chartula* all’“intestazione”, con la scelta di una forma di dematerializzazione (c.d. in senso forte) che non prevede la permanenza del titolo cartaceo nel caveau del depositario di una registrazione contabile nelle scritture di un intermediario era stato già effettuato nel 1998. L’anno prima il legislatore delegante del decreto *euro*, nell’individuare quali obiettivi di meritevolezza la tutela dell’emittente e del possessore, aveva nella sostanza affidato al legislatore dele-

---

<sup>51</sup> Per la verità tale identificazione non era indispensabile, perché in difetto avrebbe operato un’individuazione automatica di *default* basata sul criterio della competenza sul soggetto gestore (cfr. la definizione di “autorità competente”, *sub* art. 2, n. 21, nonché l’art. 12 del regolamento *Pilot*). L’art. 29 del decreto *Fintech* codifica invece un assetto di competenze che guarda anche alla natura dell’infrastruttura di mercato e non solo al soggetto che la gestisce.

<sup>52</sup> LAUDONIO nel corso del seminario ricordato *supra* in nota 22, ha sostenuto l’operazione essere nel suo complesso poco coraggiosa anche perché si tratterebbe di una sorta di “nimo”.



gato il compito di specificare «*in un sistema nuovo tecniche di protezione equivalenti a quelle contenute nel codice civile*» che rendessero possibile il “commiato” dal titolo di credito, lecito solo ove non comportasse «*una pretermissione della salvaguardia dei segnati fondamentali obiettivi di tutela individuale*» e si rivelasse «*idoneo a garantire l’efficienza del mercato che ne costituisce il più importante momento teleologico*»<sup>53</sup>.

All’epoca dell’introduzione della disciplina sulla dematerializzazione, l’obiettivo di garantire la perfetta succedaneità funzionale tra modalità *scritturale* e modalità di circolazione reale era stato perseguito attraverso l’estensione di tutele di natura reale a *fattispecie svincolate da qualsiasi elemento di materialità*<sup>54</sup>: in particolare assicurando nel nuovo regime il perdurare della funzione di legittimazione (attraverso la sostituzione del principio della legittimazione attraverso il possesso con quello della legittimazione tramite scritturazione in conto<sup>55</sup>), l’operatività del principio di letteralità<sup>56</sup>, ma soprattutto l’operatività del principio di autonomia degli acquisti<sup>57</sup>.

Il legislatore del decreto *Fintech* si è dunque trovato avvantaggiato, perché le questioni rilevanti ai fini dell’esercizio che ha intrapreso erano state già individuate, cinque lustri prima, all’epoca del passaggio alla dematerializzazione in senso forte<sup>58</sup>.

Peraltro, a far da sponda all’esercizio di “imitazione” della disciplina della dematerializzazione è stata la stessa tecnologia: in quanto fin da subito percepita come evocativa del fenomeno dei titoli di credito<sup>59</sup>, essa è stata ritenuta idonea alla costruzione di una disciplina alternativa a quelle cartolari e scritturali, che ruotasse attorno al perno del “veicolo digitale”<sup>60</sup> e, dunque, della registrazione su un registro distribuito. Ciò ha

---

<sup>53</sup> Si veda CARRIERO, *La legge sulla dematerializzazione degli strumenti finanziari: tecniche giuridiche ed obiettivi*, in *Foro it.*, 1998, IV, pp. 309 ss.

<sup>54</sup> Così SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, 2012, p. 130.

<sup>55</sup> Art. 32, comma 1, del decreto *euro*, confluito nell’art. 83-*quinquies*, co. 1, t.u.f.

<sup>56</sup> Art. 33 del decreto *euro*, poi confluito, con alcune opportune modifiche, nell’art. 83-*septies* t.u.f.

<sup>57</sup> Art. 32, comma 2, del decreto *euro*, oggi confluito nell’art. 83-*quinquies*, co. 2, t.u.f.

<sup>58</sup> CARRIERO, *La legge*, cit., pp. 309 ss.

<sup>59</sup> In questo senso PAECH, *Securities*, cit., p. 635, che sottolinea come nella misura in cui «*the electronic vault is the single point of access to a crypto-security, and the owner of the vault is the sole key-holder [...] crypto-securities come extremely close to the traditional concept of bearer securities, with the difference being that the content is not set out in writing on paper but in electronic code*»; ma v. anche *supra* il primo paragrafo.

<sup>60</sup> Sul *token* come “veicolo digitale” che consente “l’incorporazione di determinati

facilitato l'esercizio di "immedesimazione" della registrazione su registro distribuito nella scritturazione contabile e reso fisiologico che il decreto *Fintech* fosse mutuatorio delle scelte di politica legislativa già fatte nel passato<sup>61</sup>.

In virtù del decreto *Fintech* è possibile sostituire all'emissione e alla circolazione del supporto cartaceo una emissione e una circolazione effettuate tramite mere scritturazioni in un registro distribuito, con gli stessi effetti giuridici. Così come nel regime di dematerializzazione l'iscrizione in conto produce gli stessi effetti previsti dalla legge per la consegna o la detenzione del titolo cartaceo, le medesime conseguenze sono, nella nuova realtà digitale, direttamente associate alla scritturazione nel registro per la circolazione digitale<sup>62</sup>.

L'art. 5 del decreto *Fintech*, che reca la rubrica "Effetti della scritturazione su registro", ricalca così la formulazione dei primi tre commi dell'art. 83-*quinquies* t.u.f. Il quarto comma, che corrisponde all'art. 83-*quinquies*, co. 2, garantisce a chi abbia ottenuto la scritturazione a suo favore di uno strumento finanziario digitale in un registro, in base a un titolo idoneo e in buona fede<sup>63</sup>, la tutela da pretese o azioni da parte di precedenti titolari<sup>64</sup>.

---

diritti" cfr. GOTTI, *Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2020, pp. 13 ss.

<sup>61</sup> Ciò al fine di realizzare un regime giuridico «(perlomeno) equivalente a quello tipico, in termini di affidabilità, sicurezza e stabilità degli atti giuridici [...]» e in grado di assolvere le "funzioni tipiche" della tecnica cartolare. Cfr. CARRIÈRE, *Il fenomeno delle cripto-attività (crypto-asset) in una prospettiva societaria*, in *Banca, impresa, soc.*, pp. 461 ss., in particolare p. 489.

<sup>62</sup> Cfr. in questo senso Consob, nella memoria citata *sub* nota 39.

<sup>63</sup> Ci si è chiesti a cosa possa servire in un contesto digitale (dove il funzionamento intrinseco della tecnologia è, o dovrebbe essere, tale da evitare a monte un rischio di *double spending*) una previsione sull'acquisto di buona fede a non domino dello strumento finanziario, modulata sulla falsariga delle tecniche di tutela dell'acquirente dell'art. 1994 c.c. Se non è ipotizzabile nemmeno in principio uno scenario di *double spending* è sempre possibile, tuttavia, che si realizzi un "trasferimento" che consegua alla sottrazione e all'utilizzo indebito della chiave privata: come si vedrà meglio in seguito, la "movimentazione" dello strumento finanziario digitale è legata alla disponibilità dei "mezzi di accesso" al medesimo, che possono assumere (e tipicamente assumono nell'ambito delle *blockchain*) la forma di chiavi crittografiche private. Cfr. *infra* il § 5.

<sup>64</sup> L'art. 6 del decreto *Fintech* ripropone l'art. 83-*septies* del t.u.f. I successivi artt. 7 e 8, a loro volta, declinano la funzione di legittimazione con riferimento alla partecipazione in assemblea e alla percezione degli utili, facendo eco alle previsioni di cui all'art. 83-*sexies* e 83-*terdecies* del t.u.f. Il decreto *Fintech* dedica una previsione (l'art. 10) anche ai libri sociali, prevedendo che l'emittente debba assolvere agli obblighi di aggiornamento

Occorre tuttavia tenere presente che nel 1998 il regime della circolazione dematerializzata aveva utilizzato un'infrastruttura pre-esistente e ben collaudata, ossia la società Monte Titoli, già riconosciuta dalla legge n. 289/1986 come “istituto per la custodia e l'amministrazione accentrata di valori mobiliari”, l'attività di gestione accentrata essendo stata assoggettata a regime autorizzativo dal t.u.f. Inoltre, il regime di circolazione dematerializzata si avvaleva di “intermediari” quali individuati dall'autorità<sup>65</sup>. Pertanto, l'attribuzione della fede pubblica al regime di circolazione totalmente dematerializzata faceva perno sulla presenza di soggetti autorizzati e vigilati.

A confronto, riguardo alla scelta dei presupposti su cui fondare l'attribuzione della fede pubblica al nuovo regime di circolazione, il legislatore del decreto *Fintech* aveva un margine di manovra assai ristretto almeno per quanto riguarda gli strumenti finanziari destinati al regime *pilota*; infatti, già nel disegno unionale, il regime di circolazione di tali strumenti pareva dovesse basarsi su infrastrutture di *post-trading* responsabili, in proprio, dell'attività di *settlement*<sup>66</sup>.

Su tali infrastrutture di mercato DLT grava una specifica responsabilità, sancita dall'art. 7, § 6, del regolamento *Pilot* che, tra l'altro, in caso di perdita di uno strumento finanziario DLT, le obbliga a un risarcimento

---

dei medesimi, ove applicabili in virtù di altre previsioni dell'ordinamento, sulla base delle scritturazioni del registro e consentendo che libro soci e libro degli obbligazionisti possono essere tenuti attraverso il registro per la circolazione digitale, anche in deroga alle modalità di tenuta dei libri previste dall'art. 2215-*bis* c.c., il riferimento dovendosi intendere in particolare riferito al terzo e quarto comma di tale articolo. Per quanto riguarda le previsioni dell'art. 9, v. *infra* paragrafo 4.

<sup>65</sup> Già con la stessa legge 289/1986 (cfr. artt. 2 e 10) era stato attribuito alla Consob il potere di prevedere l'individuazione dei soggetti deputati all'attività di “custodia” funzionale alla gestione accentrata.

<sup>66</sup> Ossia responsabili di assicurare l'esecuzione degli ordini di trasferimento degli strumenti finanziari. La nozione di “*settlement*” – come definita dal regolamento *Pilot*, che al regolamento CSDR rinvia – è quella di completamento di un'operazione su titoli, ove eseguita allo scopo di assolvere le obbligazioni delle parti mediante il *trasferimento* di contante o titoli, o di entrambi. In base alla definizione datane dal regolamento *Pilot*, lo strumento finanziario DLT è, tra l'altro, *trasferito [...] mediante la tecnologia a registro distribuito*. Nel senso che il *settlement* delle transazioni in strumenti finanziari DLT debba necessariamente avvenire presso un SS DLT o un TSS DLT, ove non avvenga presso un sistema di regolamento titoli tradizionale, cfr. ESMA, *Questions and Answers on the implementation of Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology*, 2 giugno 2023, sub Q&A 8.2, pp. 21-22.

pari al valore di mercato dell'attività perduta, ferma la possibilità per il gestore dell'infrastruttura di liberarsi se dimostri che la perdita è dovuta «a un evento esterno che sfugge al suo ragionevole controllo, le cui conseguenze sarebbero state inevitabili nonostante ogni ragionevole sforzo per evitarlo». Riconoscendo il ruolo sancito dal regolamento Pilot per tali infrastrutture e la circostanza che il loro gestore è già soggetto “responsabile” ai sensi della disciplina unionale, il legislatore del decreto Fintech ha così previsto, all'art. 3, che anche il gestore di un SS DLT o di un TSS DLT possa tenere un registro per la circolazione digitale<sup>67</sup>.

Si noti che il legislatore non avrebbe potuto avvalersi della disciplina circolatoria della gestione accentrata, perché questa ruota attorno alla necessaria e imprescindibile presenza di “intermediari” ma, come si è detto, tali attori del processo potrebbero, legittimamente, non essere più presenti. Per di più, lo stesso depositario centrale in quanto potrebbe essere pretermesso nel *regime pilota*, perché il suo ruolo potrebbe anche essere svolto da soggetti diversi.

Le considerazioni, sin qui svolte, giustificano l'introduzione di una disciplina autonoma rispetto a quella della gestione accentrata. Allo stesso tempo, è vero, le due discipline condividono la stessa logica di base sicché, al di là degli adattamenti tecnici, le assonanze finiscono per essere prevalenti.

In linea di principio, invece, avrebbero potuto essere diverse le soluzioni di *policy* per consentire l'emissione e la circolazione in forma digitale di strumenti non destinati alla negoziazione su una *trading venue*, obiettivo non necessitato, come si è detto, dall'iniziativa unionale, ma il cui perseguimento risultava comunque opportuno per consentire l'utilizzo della DLT anche al di fuori del *regime pilota*.

Sta di fatto che, al fine di garantire la “certezza dei traffici”, il decreto *Fintech* ha scelto un'impostazione che ricorda quella del legislatore tedesco della e-WpG, a sua volta, diversa da quelle adottate in Francia e in Svizzera<sup>68</sup>. Per questa “parte” del fenomeno, la Germania ha previsto

---

<sup>67</sup> Vista il carattere naturalmente distribuito del registro, il verbo “tenere” va necessariamente inteso nel senso di “assumere la responsabilità” del registro e non invece nel senso di “averne l'esclusiva disponibilità” (in questo senso cfr. anche LA SALA, GUELI, *Emissione e circolazione di strumenti finanziari in forma digitale: profili legali e fiscali*, in *Le società*, 2023, pp. 1235 ss., in particolare p. 1241). Sicché, più che di una “gestione accentrata digitale” (v. *supra* il primo paragrafo), potrebbe parlarsi di una “responsabilità accentrata” per la gestione della circolazione digitale.

<sup>68</sup> Per una carrellata sulle iniziative legislative adottate in Germania e Francia, cfr.

che un “soggetto” debba assumere necessariamente la responsabilità per il registro su cui gli strumenti sono generati e che esso debba essere previamente autorizzato dalla BaFin e successivamente da essa vigilato.

Anche in Italia, se per gli strumenti finanziari destinati al *regime pilota* il soggetto *naturalmente* responsabile è il gestore dell’infrastruttura DLT, per gli strumenti che non hanno la vocazione alla negoziazione su una *trading venue* viene individuato un ruolo inedito, quello del “responsabile del registro”, che – sulla falsariga della soluzione tedesca – può essere svolto dal soggetto emittente o da un soggetto diverso, dotato di caratteristiche di terzietà, comunque incaricato dall’emittente, previamente iscritto in un elenco tenuto dalla Consob, ad esito di un procedimento in cui si verifica, tra l’altro, la sussistenza dei presupposti anche di natura tecnologica che consentono al registro di supportare il nuovo regime di circolazione; e così di consentire ai trasferimenti di produrre gli stessi effetti giuridici tipici dei trasferimenti del mondo cartolare e scritturale<sup>69</sup>.

---

RODI, *Il finanziamento delle PMI attraverso l’emissione di token digitali: il caso delle STO*, in SCHENA e LOCATELLI, *Il nuovo ecosistema finanziario per le PMI: le opportunità della digitalizzazione e dello sviluppo sostenibile*, Milano, 2022, pp. 259 ss. Sul piano pubblicistico la legge che ha introdotto i “titoli elettronici” (v. *Gesetz zur Einführung von elektronischen Wertpapieren* o “eWpG”) definisce la tenuta di un registro di strumenti digitali come un “servizio finanziario” ai sensi della legge bancaria (KWG) (“*Kryptowertpapierregisterführung*”). Si prevede che debba essere individuato un soggetto-persona giuridica destinatario degli obblighi introdotti dalla stessa legge: tale soggetto è l’entità “*registrar*”, designata come tale dall’emittente. Grava sull’emittente l’obbligo di assicurare l’individuazione di tale soggetto. In difetto di designazione è l’emittente stesso ad essere riconosciuto come *registrar* e ad essere soggetto ad autorizzazione e vigilanza da parte della BaFin. La eWpG si applica attualmente alle sole obbligazioni e ad alcune tipologie di quote di fondi, ma la sua estensione alle azioni è stata contemplata nella proposta legislativa *Zukunftsfinanzierungsgesetz – “ZuFinG”*, poi approvata in via definitiva nel dicembre 2023. In Francia, il DEEP (*dispositif d’enregistrement électronique partagé* di cui all’art. L. 211-3 del *Code monétaire*) deve essere progettato e attuato secondo talune caratteristiche, ma l’emittente resta responsabile dal punto di vista giuridico per l’utilizzo della nuova tecnologia anche se in concreto il rispetto dei requisiti sarà assicurato dal fornitore della medesima. Non è previsto nessun regime autorizzatorio. In Svizzera, dove a seguito della *Legge federale sull’adeguamento del diritto federale agli sviluppi della tecnologia di registro distribuito* del 2020 è possibile rappresentare sotto forma di “diritti valori registrati” tutti i diritti rappresentabili da titoli di credito, è il debitore (i.e., l’emittente) a poter decidere quale *blockchain* adottare e ad essere responsabile della rispondenza del registro ai requisiti prescritti, ferma la possibilità di tutelarsi contrattualmente nei confronti del “gestore” del registro e in assenza di qualsiasi forma di controllo pubblico sulla rispondenza del registro ai requisiti prescritti.

<sup>69</sup> Per quanto riguarda il caso in cui il registro sia tenuto dal gestore di un SS DLT

Tra i requisiti che il registro deve necessariamente garantire figura, tra l'altro, l'idoneità a consentire la "scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali", secondo la disciplina prevista dall'art. 9 del decreto *Fintech*, le cui previsioni riecheggiano quelle dell'art. 83-*octies* t.u.f. e dell'art. 56 del Provvedimento unico sul post-*trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018. Tali disposizioni devono intendersi riferite sia ai vincoli di natura convenzionale sia a quelli di natura autoritativa, quali che essi siano<sup>70</sup>.

Il responsabile del registro può, ma non deve, coincidere con un soggetto già vigilato dalle Autorità. Infatti, i potenziali aspiranti responsabili del registro possono essere ricondotti a due macrocategorie: 1) la prima ricomprende soggetti già attratti nell'orbita della vigilanza delle autorità in virtù del loro *status* soggettivo, a loro volta distinguibili in due gruppi a seconda che il decreto consenta loro di assumere la responsabilità anche per emissioni di soggetti terzi, o solo per gli strumenti finanziari di emissione propria (o da parte delle società del gruppo di appartenenza)<sup>71</sup>; 2) la seconda categoria ricomprende i soggetti diversi da quelli vigilati ai sensi della disciplina richiamata ai fini dell'individuazione della prima categoria.

A loro volta questi ultimi si distinguono in emittenti che hanno sede legale in Italia, che intendono svolgere l'attività di responsabile del registro esclusivamente con riferimento ai propri strumenti, e altri soggetti stabiliti in Italia, cui non è precluso svolgere l'attività di responsabile del registro con riferimento ad emissioni di soggetti terzi. Questa quarta

---

o di un TSS DLT, la sussistenza dei requisiti prescritti sarà accertata nell'ambito del procedimento per la concessione dell'autorizzazione specifica prevista dal regolamento *Pilot*. Si segnala inoltre che, in base a quanto previsto dall'art. 3 del decreto *Fintech*, sono legittimati a tenere il registro anche la Banca d'Italia e il Ministero dell'economia e delle finanze (ai quali ai sensi di quanto disposto dall'art. 18, comma 4, non si applicano le disposizioni del Capo III) e gli ulteriori soggetti che saranno esentati dall'applicazione totale dei requisiti prescritti dal Capo III in virtù della potestà regolamentare dell'art. 28, comma 2, lett. i).

<sup>70</sup> Ciò secondo l'interpretazione propria del lemma "vincolo" quale utilizzato anche dall'art. 1997 c.c.

<sup>71</sup> Appartengono al primo sottogruppo le banche, le imprese di investimento e i gestori di mercati stabiliti in Italia; appartengono al secondo sottogruppo gli intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del t.u.b., gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica, i gestori e le imprese di assicurazione o riassicurazione stabiliti in Italia e a condizione che l'attività sia svolta esclusivamente con riferimento a strumenti finanziari digitali emessi dagli stessi o da componenti del gruppo di appartenenza stabiliti in Italia.

categoria è naturalmente demandata ad accogliere *i provider* tecnologici che vorranno candidarsi a svolgere il ruolo di responsabile del registro nei confronti di una molteplicità di emittenti.

Una quinta categoria, poi, si configura quale contenitore che potrà essere riempito in esito all'esercizio di una potestà regolamentare dedicata all'esercizio di una potestà regolamentare dedicata da parte della Consob, d'intesa con la Banca d'Italia<sup>72</sup>.

Figura, da ultimo, la categoria dei depositari centrali, che appaiono in un comma distinto e sono iscritti "di diritto" nell'elenco dei responsabili del registro, ma ad esito di un distinto procedimento autorizzatorio<sup>73</sup>.

Per quanto concerne più specificamente i presupposti e i requisiti per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro è possibile individuare una prima serie, comune a tutti i soggetti<sup>74</sup> e un insieme di requisiti addizionali, applicabili ai soggetti che non siano già vigilati, differenziati a seconda che essi intendano svolgere l'attività di responsabile del regi-

---

<sup>72</sup> L'art. 28, co. 2, lett. m), del decreto *Fintech* attribuisce alla Consob il potere di individuare i soggetti appartenenti a tale categoria, e le disposizioni ad essi applicabili, prefigurando dunque una possibile "deselezione" di alcuni dei requisiti prescritti per l'iscrizione.

<sup>73</sup> Il depositario centrale guadagna infatti l'iscrizione solo previo ottenimento dell'autorizzazione allo svolgimento di un servizio "accessorio, non esplicitamente elencato" nell'Allegato al CSDR, nell'ambito del cui procedimento le autorità verificheranno il rispetto dei requisiti relativi al registro applicabili anche agli altri soggetti vigilati.

<sup>74</sup> Figurano nel primo gruppo di requisiti: l'idoneità del registro del quale si intende assumere la responsabilità ad assicurare il rispetto dei requisiti prescritti; la presenza di meccanismi e dispositivi adeguati a impedire l'uso degli strumenti finanziari digitali da parte di soggetti diversi da quelli legittimati e ad assicurare che il numero complessivo di strumenti finanziari digitali che costituisce una singola emissione non sia modificabile; la presenza di meccanismi di continuità operativa e di ripristino dell'attività, che comprendano la messa in sicurezza esterna delle informazioni (requisito presente anche nell'ordinamento francese, cfr. art. R211-9-7 del *Code monétaire*); l'adeguatezza della "strategia di transizione" che guida la trasformazione dalla forma digitale ad altra forma in caso di cessazione del registro. L'aspirante responsabile del registro deve altresì trasmettere una relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa, inclusiva dell'indicazione delle categorie di strumenti finanziari scritturabili nel registro, una descrizione delle modalità di pagamento eventualmente previste per consentire le operazioni su strumenti finanziari digitali e fornire un'indicazione di eventuali soggetti terzi, di cui intende avvalersi, e delle attività svolte dagli stessi. Puntuali indicazioni sul contenuto atteso della relazione tecnica sono fornite nel Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari della Consob (cfr. nota 93).



stro esclusivamente con riferimento ai propri strumenti o con riferimento ad emissioni di soggetti terzi<sup>75</sup>.

Il procedimento di iscrizione coinvolge la Banca d'Italia in quanto destinataria di informazioni e, in poche ipotesi, in quanto destinataria di una richiesta di parere<sup>76</sup>. Ad esito dell'iscrizione, i soggetti responsabili del registro sono assoggettati alla vigilanza della o delle Autorità, che dispongono di uno strumentario di poteri molto pervasivo<sup>77</sup>.

Tutti i soggetti iscritti nell'elenco assumono la "responsabilità" di un "registro per la circolazione digitale", perno della disciplina: il registro è elemento caratterizzante della stessa "forma digitale"; gli strumenti finanziari digitali esistono *soltanto* come scritturazioni su tale registro e l'utilizzo di tale avverbio traduce la natura "nativo digitale" degli strumenti finanziari in questione<sup>78</sup>.

La definizione di "registro per la circolazione digitale" che qualifica gli strumenti finanziari digitali è costruita sulla base della definizione di «registro distribuito» dettata dal regolamento *Pilot*. Si tratta di un mero rinvio tecnico, volto a catturare un elemento descrittivo del registro (incorporando tutte gli ulteriori riferimenti incrociati contenuti nella definizione),

---

<sup>75</sup> I soggetti "corporate" devono avere forma di società per azioni e un capitale iniziale almeno pari a 150.000 euro (o requisiti equivalenti nel caso di società con sede legale in uno Stato membro dell'Unione europea diverso dall'Italia) e adempiere alle ulteriori prescrizioni di cui all'art. 20, co. 4, nonché dotarsi di efficaci politiche per l'identificazione, la prevenzione, la gestione e la trasparenza dei conflitti di interessi e stipulare una polizza assicurativa, o altra adeguata forma di garanzia, a copertura della responsabilità per i danni che possono derivare dall'assunzione del ruolo. I soggetti *corporate* che intendono svolgere questa attività per conto di terzi devono soddisfare ulteriori requisiti di natura "organizzativa" previsti dall'art. 24. Le s.r.l. non possono svolgere il ruolo di responsabile del registro (salvo il caso in cui ricadano tra i soggetti vigilati in quanto intermediari ai sensi dell'art. 106 del t.u.b.).

<sup>76</sup> Cfr. art. 20, co. 8 e 9, del decreto *Fintech*.

<sup>77</sup> Cfr. art. 27 del decreto *Fintech*.

<sup>78</sup> Il carattere "nativo digitale" degli strumenti di cui al decreto *Fintech* (ossia la circostanza che gli strumenti in questione esistano esclusivamente in forma digitale e non come fotocopie digitali di strumenti che esistono in una forma diversa) non impedisce che uno strumento originariamente emesso in una forma diversa da quella digitale possa acquisirla successivamente: il decreto *Fintech* si preoccupa di disciplinare questa ipotesi, prevedendo la conversione di strumenti finanziari originariamente soggetti a un diverso regime di forma (art. 15, co. 2) purché ciò sia contemplato dallo statuto, o dai termini e dalle condizioni di emissione, e siano oggetto di conversione tutti gli strumenti finanziari appartenenti alla medesima emissione. L'individuazione di modalità operative tale conversione è rimessa alla regolamentazione secondaria della Consob, da adottarsi d'intesa con la Banca d'Italia (art. 28, co. 2, lett. c).



ossia il suo essere un “archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni”, condiviso da una serie di nodi di rete DLT e sincronizzato tra di essi mediante l'utilizzo di un “meccanismo di consenso”<sup>79</sup>.

La definizione “nostrana” di registro per la circolazione digitale risulta tuttavia sostanzialmente “integrata” e qualificata dalle prescrizioni dell'art. 4 del decreto *Fintech* (che detta i requisiti di carattere tecnico la rispondenza ai quali – previamente accertata dall'autorità<sup>80</sup> – consente a un “registro” di supportare il nuovo regime di emissione e circolazione) e ha come suo complemento le prescrizioni di cui all'art. 13, già citato<sup>81</sup>.

Il complesso delle disposizioni appena descritto assicura, tra l'altro, la produzione di effetti nella sostanza equivalenti alla non riproducibilità del “titolo” e all'esclusività del “possesso”<sup>82</sup>. Per altro, alcuni dei requisiti previsti sono “immanenti” alle tecnologie di tipo *blockchain*<sup>83</sup>.

---

<sup>79</sup> Come definiti dall'art. 1 del regolamento *Pilot*.

<sup>80</sup> Analogamente a quanto previsto dal legislatore del regolamento *Pilot*, il legislatore del decreto *Fintech* ha previsto che la Consob possa nominare un “revisore indipendente” (che evidentemente non è un revisore contabile), per valutare l'idoneità del registro a garantire il rispetto di tutti i requisiti previsti dal decreto. Nel conferire alla Consob questa facoltà, l'art. 20, co. 10, del decreto *Fintech* specifica che il soggetto istante sostiene i costi della verifica.

<sup>81</sup> La formulazione di tale articolo ad esito della conversione non risulta particolarmente brillante. Si prevede infatti che il responsabile del registro e il gestore del SS DLT o del TSS DLT debbano garantire, oltre alla correttezza, completezza e all'aggiornamento continuo delle evidenze relative alle informazioni sull'emissione, anche «*l'integrità e la sicurezza del sistema, tenendo anche conto delle esigenze di contrasto al riciclaggio dei proventi di attività illecite, in forza dell'emissione e del trasferimento degli strumenti finanziari digitali [...] sulla base di titolo idoneo*». Particolarmente infelice pare il riferimento al “titolo idoneo”, che appare del tutto ultroneo nel contesto della previsione e che se letto alla luce del contributo che il Consiglio nazionale del Notariato ha fornito nel corso della consultazione della Consob citata in nota 93 (pubblicato sul sito dell'Autorità), porterebbe a riconoscere la necessità di un coinvolgimento del notaio nel processo di trasferimento degli strumenti finanziari digitali. Questo risultato appare del tutto incompatibile con la logica che ha ispirato l'introduzione del nuovo regime di circolazione ed è certamente incompatibile con l'operatività di un'infrastruttura di mercato DLT, avendo altresì presente che nello stesso regime della circolazione dematerializzata non è contemplato un intervento del notaio né – ovviamente – nell'ambito delle negoziazioni che avvengono sul mercato, né per quanto concerne quelle che avvengono fuori mercato. Cfr. su quest'ultimo punto anche GARGANTINI, *Art. 83-quater*, II, 7-8, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, a cura di Calandra Bonaura, Padova, 2020, p. 643.

<sup>82</sup> Cfr. la memoria della Consob citata *sub* nota 39.

<sup>83</sup> Si tratta in particolare di quelle individuate all'art. 4, co. 1, lett. a): integrità, autenticità, non ripudiabilità, non duplicabilità e validità delle scritturazioni.

Il regime di responsabilità che consegue all'assunzione del ruolo di responsabile del registro è delineato dall'art. 26 del decreto *Fintech*, ed è bifronte: si prevede una responsabilità aggravata, non dissimile da quella prevista dal regolamento *Pilot* per le infrastrutture di mercato DLT e illustrata *supra*, per i danni derivanti dalla tenuta del registro sia nei confronti dell'emittente (ove diverso dal soggetto responsabile), che nei confronti dell'investitore (il soggetto in favore del quale le scritturazioni sono state effettuate o avrebbero dovuto essere effettuate). Il responsabile del registro può liberarsi solo ove *dia prova di avere adottato tutte le misure idonee ad evitare il danno*, con una formulazione che riecheggia quella dell'art. 2050 c.c.; si prevede inoltre una responsabilità per i danni derivanti da informazioni false o fuorvianti che siano eventualmente contenute nel documento informativo che il responsabile del registro è tenuto a predisporre e a rendere disponibile al pubblico.

Tale documento è destinato ad illustrare le modalità operative del registro per la circolazione digitale e i dispositivi a tutela della sua operatività, tra cui la strategia c.d. di transizione e deve essere messo a disposizione dei sottoscrittori in occasione di ciascuna emissione da parte dell'emittente<sup>84</sup>.

L'emittente è anche il soggetto sui cui grava l'obbligo di notificare alla Consob le caratteristiche dell'emissione e il relativo responsabile del registro<sup>85</sup> e di fornire al responsabile del registro, nelle ipotesi in cui non assuma direttamente tale ruolo, le informazioni che devono risultare univocamente connesse, ai fini dell'emissione, a ciascuno strumento finanziario digitale ai sensi dell'art. 12<sup>86</sup>.

## 5. Segue. Il contenuto: poteri di regolamentazione secondaria e "accesso" agli strumenti finanziari digitali.

L'ambito di applicazione oggettivo del decreto *Fintech* ricomprende, per le ragioni sopra illustrate, tutti strumenti passibili di ricadere nell'am-

<sup>84</sup> Cfr. art. 18, co. 3, lett. b) del decreto *Fintech*.

<sup>85</sup> Nonché le eventuali ulteriori informazioni individuate dalla Consob in esercizio di una specifica potestà regolamentare (cfr. art. 28, co. 2, lett. f) del decreto *Fintech*).

<sup>86</sup> Nel caso di strumenti destinati al *regime pilota* le informazioni necessarie per consentire la generazione dell'emissione sul registro saranno fornite al (gestore del)SS DLT o del TSS DLT.

bito applicativo del regime *Pilot*<sup>87</sup>; vi rientrano tuttavia anche strumenti ulteriori. Nella versione ante conversione, si attribuiva altresì alla Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, una potestà regolamentare assai ampia che avrebbe consentito di estendere ulteriormente l'ambito applicativo a categorie di strumenti finanziari non menzionate dalla norma primaria o a ulteriori "strumenti" non ulteriormente qualificati (e, dunque, non necessariamente riconducibili alla nozione di "strumento finanziario"). Invece, in esito alla conversione, si è previsto che la Consob, d'intesa con la Banca d'Italia, possa includere nell'ambito degli strumenti digitali solo le quote di s.r.l.<sup>88</sup> e i derivati cartolarizzati; tuttavia, i margini di utilizzo della nuova cornice legislativa per tale ultima categoria di strumenti, non sembrano ampi perché essi sono tipicamente negoziati su una *trading venue*. Per contro, gli strumenti che accedono al registro per la circolazione digitale che fa capo ad un "responsabile del registro" sono destinati a una circolazione solo OTC, ossia su base "bilaterale".

Questa considerazione consente di sottolineare un punto meritevole di estrema attenzione nel quadro di cui si discorre: l'infrastruttura in cui si incardina il registro per la circolazione digitale e l'interfaccia ad essa collegata non potrebbero in nessun caso assurgere a "sede di negoziazione". Ove l'interfaccia facilitasse l'incontro di domanda e offerta, assumendo le sembianze di un sistema di scambi multilaterale, si innescerebbe infatti l'obbligo di ottenere una licenza ai sensi di MiFID, e di conseguenza anche l'applicazione degli obblighi di dematerializzazione presso il depositario centrale, così vanificandosi le possibilità di ricorso al regime di emissione e circolazione digitale<sup>89</sup>.

---

<sup>87</sup> Per l'elenco degli strumenti ammissibili al regime Pilot, v. *supra* nota 38. Rientrano, in ogni caso, nell'ambito applicativo del decreto Fintech, tutti i titoli di debito la cui emissione sia consentita ai sensi dell'ordinamento italiano, anche complessi, le azioni o quote di tutti gli OICVM e dei FIA nonché, in virtù di un emendamento proposto in sede di conversione del decreto, i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi dagli emittenti italiani.

<sup>88</sup> Tale possibilità, che sembra poter concernere esclusivamente le quote standardizzate e certamente impone separata trattazione, è stata confermata in sede di conversione e consente addirittura di derogare in via di regolamentazione secondaria alle disposizioni vigenti relative al regime di forma e circolazione delle quote, ivi comprese le disposizioni di cui agli artt. 2468, co. 1, 2470, co. 1 – 3 e 2471 c.c.

<sup>89</sup> Una licenza MiFID si rende necessaria anche nel caso in cui attraverso l'infrastruttura/interfaccia si realizzi qualche forma di *mediazione* nell'incontro di domanda e offerta di strumenti finanziari digitali.

Sempre sul piano dell'attribuzione delle potestà di normazione secondaria, il decreto *Fintech* fornisce alla Consob anche una serie di strumenti per calibrare la portata dell'intervento complessivo, segno della consapevolezza del legislatore della fluidità del fenomeno e della necessità di prevedere forme di "flessibilità".

In particolare, sarà possibile, d'intesa con la Banca d'Italia, prevedere limiti e condizioni ulteriori rispetto a quanto previsto al capo II del decreto *Fintech*<sup>90</sup>, individuare, sulla base dei fattori previsti dalla norma, ulteriori requisiti per l'iscrizione nell'elenco dei responsabili del registro, anche concernenti le caratteristiche del registro, fino ad includere la prescrizione di requisiti minimi ai fini della interoperabilità con altri registri<sup>91</sup>, e, ancor più significativamente, prevedere, l'esenzione da tutti o parte dei requisiti e degli obblighi che rilevano ai fini dell'iscrizione nell'elenco, tale potestà regolamentare potendo fungere da leva ai fini della totale disapplicazione della disciplina<sup>92</sup>. Alla Consob è attribuita una moltitudine di potestà regolamentari ulteriori<sup>93</sup>; ci limitiamo a segnalare, perché ci sembra degna di particolare nota, quella di individuare le condizioni sulla base delle quali taluni soggetti potrebbero ritenersi "significativi", etichetta che si basa sulla valutazione di taluni indicatori, dalla cui attribuzione consegue l'applicazione di requisiti più pervasivi<sup>94</sup>.

Merita, infine, dedicare uno sguardo alle previsioni del decreto relative alla "custodia" degli strumenti finanziari emessi su un registro. La

---

<sup>90</sup> Cfr. art. 28, co. 2, lett. a), del decreto *Fintech*.

<sup>91</sup> Cfr. art. 28, co. 2, lett. e), del decreto *Fintech*.

<sup>92</sup> Cfr. art. 28, co. 2, lett. i), del decreto *Fintech*. Tipologia e caratteristiche dell'emissione e categorie di investitori sono gli indicatori sulla base dei quali le Autorità potrebbero, apparentemente, anche esentare completamente un soggetto dall'obbligo di ricorrere a un registro riconducibile ad un responsabile del registro previamente iscritto nel relativo elenco. Cfr. anche *sub* nota 69 *supra*.

<sup>93</sup> La prima, obbligatoria, dettata dall'art. 28, co. 1, funzionale alla formazione dell'elenco dei responsabili del registro, è stata esercitata assieme a due ulteriori potestà "collegate" (v. l'art. 28, co. 2, lett. d) e j) del decreto: forma e presentazione dell'istanza e procedura di iscrizione e definizione del contenuto minimo del documento informativo). Cfr. il Regolamento Consob sull'emissione e circolazione in forma digitale degli strumenti finanziari, in consultazione nel periodo luglio-agosto 2023 e adottato con Delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023.

<sup>94</sup> In particolare, ai sensi dell'art. 24, co. 4, del decreto *Fintech*, gli esponenti aziendali dei responsabili del registro significativi devono possedere requisiti di professionalità e indipendenza, soddisfare i criteri di competenza e correttezza e dedicare il tempo necessario all'efficace espletamento dell'incarico, secondo quanto previsto dall'art. 13, co. 3, t.u.f. per gli esponenti di SIM, SGR, SICAV e SICAF.

necessaria premessa è che per sua stessa natura, lo strumento finanziario digitale non è suscettibile di “detenzione” o di “possesso” secondo l’accezione che la locuzione ha originariamente avuto nel mondo cartolare e successivamente acquisito nel mondo delle *intermediated securities*. Nel mondo della DLT la detenzione dello strumento è sostanzialmente sostituita dal *controllo* dell’*asset digitale*, ossia dalla disponibilità dei mezzi (tecnologici) di accesso allo strumento finanziario digitale<sup>95</sup>.

Per consentire il trasferimento dei *token*, le tecnologie DLT di tipo *blockchain* utilizzano la crittografia asimmetrica, che si basa sull’utilizzo di credenziali. Il possesso delle credenziali – in particolare della chiave privata cui è associata la “chiave crittografica pubblica” che identifica ciascun utente nel registro distribuito e corrisponde al suo “indirizzo” di destinazione sulla *blockchain* – equivale, da un punto di vista operativo, a poter disporre del bene. Le chiavi sono custodite in un “portachiavi”<sup>96</sup>, c.d. *wallet* digitale, che è il mezzo tecnico che abilita l’utente ad interfacciarsi col registro<sup>97</sup>. In questo scenario, lo “strumento finanziario digitale” corrisponde in sostanza alla scritturazione sul registro associata all’indirizzo pubblico del soggetto cui è stato assegnato o trasferito lo strumento. Detenere, in senso tecnico, la chiave privata, sotto il profilo operativo corrisponde a poter disporre del bene<sup>98</sup>.

Nel mondo dell’emissione e circolazione digitale, l’investitore può risultare direttamente *intestatario* del *wallet* cui è ricondotto lo strumento finanziario digitale sul registro distribuito<sup>99</sup> (ipotesi più plausibile per quanto concerne gli strumenti finanziari digitali non destinati ad essere attratti dal *regime pilota*) e detenere la propria chiave privata o decidere, anche per mitigare il rischio di smarrimento, di affidarla a un terzo.

Il legislatore del decreto *Fintech* ha dimostrato di avere una grande sensibilità rispetto a questo tema<sup>100</sup> e per la prima volta ha utilizzato nel

---

<sup>95</sup> In questo senso anche i citati principi Unidroit, in cui il controllo medesimo come si è visto assurge a elemento definitorio della fattispecie “*digital asset*”. V. *supra* primo paragrafo.

<sup>96</sup> CIOCCA, *Servizi di custodia, negoziazione e regolamento di cripto-attività*, Osservatorio del diritto civile e commerciale, Fascicolo Speciale, settembre 2022, pp. 79 e ss., in particolare p. 82.

<sup>97</sup> Cfr. la memoria della Consob citata *sub* nota 39.

<sup>98</sup> V. *supra* il primo paragrafo.

<sup>99</sup> Cfr. la memoria della Consob citata *sub* nota 39.

<sup>100</sup> Secondo LAUDONIO (intervento al seminario citato in nota 22) queste previsioni denotano «*sprazzi di significativa attenzione e puntualità*» del legislatore.

nostro ordinamento la locuzione “mezzi di accesso”, prendendola in prestito dalla legislazione unionale<sup>101</sup> per introdurre una (sorta di) “riserva” di attività: l’art. 17 dispone infatti che i “mezzi di accesso” agli strumenti finanziari digitali possono essere *controllati* esclusivamente dall’investitore, dal responsabile del registro, da banche o imprese di investimento o dai gestori delle infrastrutture di mercato DLT (si associa alla violazione di tale previsione una sanzione<sup>102</sup>).

Le infrastrutture di mercato di DLT, *rectius* i loro gestori, sono già riconosciute da regolamento *Pilot* come possibili “detentrici” dei mezzi di accesso<sup>103</sup> (e banche e SIM custodiscono tradizionalmente gli strumenti finanziari). Nel mondo dell’intermediazione finanziaria, come noto, il servizio di custodia degli strumenti finanziari non è oggetto di riserva, ma è assoggettato alla disciplina MiFID solo se svolto congiuntamente ad un servizio riservato.

In assenza di una presa di posizione specifica del legislatore, quale quella in esame, una funzione-chiave del sistema digitale avrebbe potuto essere svolta da chiunque<sup>104</sup>, con evidenti ripercussioni in termini di tutela degli investitori. Il “controllo dei mezzi di accesso”, tuttavia, ha caratteristiche intrinseche diverse da quelle della “custodia” intesa in senso tradizionale. Alla Consob, d’intesa con la Banca d’Italia, viene così attribuita una potestà regolamentare dedicata, che potrà essere esercitata valorizzando queste specificità<sup>105</sup>.

Ulteriore attestazione della sensibilità del legislatore verso il fenomeno digitale si rinviene nelle previsioni dell’art. 11 del decreto *Fintech*, sebbene *prima facie* queste possano apparire incongrue rispetto al nuovo sistema. Con l’art. 11 il legislatore fa un passo ulteriore e ipotizza che gli intermediari finanziari possano rendersi intestatari di un “*wallet omnibus*” in cui, può immaginarsi, “confluiscano” – sebbene da un punto di vista tecnico non funzioni esattamente così – tutti gli strumenti finanziari digitali dei propri clienti<sup>106</sup>.

---

<sup>101</sup> Cfr. art. 7, § 5, del regolamento *Pilot*, ma anche art. 70 del regolamento MiCAR.

<sup>102</sup> Art. 30, co. 3, del decreto *Fintech*.

<sup>103</sup> Cfr. sempre art. 7, § 5, del regolamento *Pilot*, che detta l’obbligo di dotarsi di strumenti di salvaguardia per tale eventualità.

<sup>104</sup> Il legislatore tedesco si è mosso nella stessa direzione, configurando come “servizio finanziario” soggetto a riserva quello di *Kryptoverwahrungsgeschäft* (Abs. 1a, Satz 2 Nr. 6, KWG), che abbraccia il controllo delle chiavi private.

<sup>105</sup> Art. 28, co. 2, lett. h).

<sup>106</sup> Sul punto cfr. CioCCA, *Servizi*, cit., p. 82, la quale sottolinea come il termine

In questo caso l'intermediario si interpone tra l'investitore e il registro, secondo lo schema tipico dell'intermediazione in gestione accentrata, e l'intermediario compare sul registro in luogo dell'investitore, che può essere identificato solo "indirettamente"<sup>107</sup>. In tale ipotesi, per evitare che la legittimazione all'esercizio dei diritti relativi allo strumento digitale sia riferita all'intermediario e ricondurla quindi più propriamente all'investitore, il legislatore valorizza le scritture interne degli intermediari esplicitamente rinviando alla disciplina della gestione accentrata, anche per quanto concerne la costituzione dei vincoli.

La consapevolezza della crucialità del ruolo svolto nel nuovo sistema dalla detenzione della chiave privata ha portato il legislatore a prevedere, opportunamente, una disciplina dedicata all'ipotesi dello smarrimento della medesima<sup>108</sup>.

Il decreto *Fintech* consente, infatti, al soggetto "legittimato" di ottenere a proprie spese una nuova scritturazione in sostituzione di quella originaria e di vedere congelati gli effetti di quest'ultima<sup>109</sup>: un "ammortamento" senza giudice, che consegue all'impossibilità di accesso dell'investitore alla propria posizione sul registro per cause evidentemente non imputabili al responsabile del registro medesimo.

MARIA TECLA RODI e VITTORIO SANTORO

---

portafoglio si riveli ambiguo, in quanto il *wallet* non contiene, come si potrebbe immaginare, le attività, perché queste non sono nel portafoglio, ma sulla *blockchain*.

<sup>107</sup> Ai sensi dell'art. 4 del decreto *Fintech* il registro deve essere idoneo a consentire l'identificazione diretta o indiretta dell'investitore: l'aggettivo "indiretto" si presta a fotografare le ipotesi in cui sia presente un intermediario, che si interponga tra l'investitore e il registro.

<sup>108</sup> Questa disciplina sembra risentire di suggestioni elvetiche, senza in realtà incorporarle. In particolare, il riferimento è a quanto previsto per l'ammortamento del "diritto valore registrato" dall'art. 973h del Codice delle obbligazioni, come modificato in esito all'intervento citato *sub* nota 68, che prevede che l'avente diritto a un diritto valore registrato possa chiedere che il giudice ne pronunci l'ammortamento e che successivamente possa chiedere a sue spese al debitore l'attribuzione di un nuovo diritto valore registrato.

<sup>109</sup> Art. 16 del decreto *Fintech*.

ABSTRACT

*Premesse brevi note sulla soft law internazionale – di fonte sia UNCITRAL sia UNIDTROIIT – relativa ai digital assets nel diritto privato, il contributo esamina le principali disposizioni del decreto Fintech attuativo del regolamento 2022/858/UE, che disciplina, in via sperimentale, le infrastrutture di mercato che utilizzano la tecnologia DLT (c.d. regime Pilota). Nell'adeguare l'ordinamento alle previsioni del regolamento eurounionale, il decreto Fintech non si limita a gettare le fondamenta di diritto privato che consentiranno al nuovo regime di innestarsi in un contesto di certezza del diritto, ma fa un passo ulteriore: introduce una nuova modalità di emissione e circolazione degli strumenti finanziari in DLT che può essere utilizzata anche al di là del regime Pilota, alternativa ai regimi di emissione e circolazione cartolari e in gestione accentrata. Il nuovo regime è largamente tributario del regime dell'emissione e circolazione in forma dematerializzata in gestione accentrata, ma ha delle interessanti specificità, che vengono illustrate e commentate con l'obiettivo di fornire un primo quadro quanto più possibile organico della nuova disciplina.*

\*\*\*

*After preliminary brief notes on international soft law – from both UNCITRAL and UNIDTROIIT sources – relating to digital assets in private law, the contribution examines the main provisions of the Fintech decree implementing regulation 2022/858/EU, which regulates, on an experimental basis, infrastructures market that use DLT technology (the so called “Pilot regime”). In adapting the domestic legal framework to the provisions of the new EU regulation, the Fintech decree shapes the Italian legal system in a way that can make it possible for the Pilot regime to find suitable private law foundations to be based on, ensuring legal certainty. The Fintech decree goes even beyond: it introduces a new legal framework for the issuance and transfer of financial instruments in digital form, also applicable to instruments which do not fall within the scope of application of the Pilot regime. The new legal regime is alternative to those currently applicable to securities issued in paper form and in book-entry form in a CSD and, in spite of being largely inspired by the latter, it shows some interesting peculiarities that are described and commented on with a view to giving an as comprehensive as possible preliminary picture of the new discipline.*