

Effetti della scritturazione su registri distribuiti... Quale rapporto con la disciplina della gestione accentrata in regime di dematerializzazione?

*Effects of the recording on distributed ledgers...
What is the relationship with the regulation of
dematerialised centralised management?*

Alessandra Zanardo*

ABSTRACT

Nell'ambito degli interventi operati dal d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (c.d. decreto FinTech), il presente contributo si concentrerà sul capo II del citato decreto-legge, che detta «Disposizioni comuni per l'emissione e circolazione in forma digitale». In particolare, soffermandosi su quanto previsto dall'art. 5 ss. del decreto in merito agli effetti della scritturazione su registri per la circolazione digitale e alla legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali, e partendo dalla dichiarata e altrettanto evidente assonanza di dette previsioni con le regole dettate per il regime di rappresentazione in forma scritturale di cui al t.u.f., si analizzerà il rapporto tra le due discipline e ci si interrogherà sulla condizibilità della scelta legislativa.

In the context of the innovations introduced by Decree-Law No. 25 of 17 March 2023 (the so-called 'FinTech Decree'), this article will focus on Chapter II of the Decree, which sets out the common provisions governing the issuance and transfer of digital financial instruments. In particular, by focusing on the provisions of the FinTech Decree on the effects of entry in a distributed ledger and on the entitlement to exercise the rights relating to digital financial instruments, and in the light of the declared and clear convergence of these provisions with those regulating dematerialised centralised management, the relationship between the two systems will be analysed in detail and the question of whether the legislative choice is shareable will be discussed.

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università Ca' Foscari Venezia; e-mail: alessandra.zanardo@unive.it. Il presente contributo costituisce una versione aggiornata e integrata della relazione svolta al convegno «Partecipazioni sociali e strumenti finanziari "in forma digitale" (a 50 anni dalla l. 216/1974 istitutiva della Consob)», organizzato da questa Rivista e tenutosi a Roma il 7 giugno 2024.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. Ambito oggettivo di applicazione e perimetro dell’indagine. – 3. La (dichiarata) equivalenza delle regole. – 4. Le singole disposizioni applicabili quanto a effetti della scritturazione, esercizio dei diritti sociali e costituzione di vincoli. – 5. Prime riflessioni conclusive.

1. *Premessa.*

Il d.l. 17 marzo 2023, n. 25 (di seguito “decreto FinTech”), convertito, con modificazioni, dalla l. n. 52 del 10 maggio 2023 e recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech, oltre ad adeguare il nostro ordinamento alle regole con cui il legislatore dell’Unione europea ha istituito un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito (DLT), ha esteso la relativa disciplina agli strumenti finanziari digitali non ricompresi nell’ambito di operatività del regolamento (UE) 2022/858 (d’ora in poi reg. DLT *Pilot Regime*)¹; precisamente, agli «strumenti finanziari digitali non scritturati presso un TSS DLT o un SS DLT» (art. 18 decreto FinTech)².

Nell’ambito delle molteplici e variegate previsioni che compongono la nuova disciplina, il cui (dichiarato) obiettivo è quello di favorire nuovi meccanismi di raccolta di capitali a beneficio dell’economia reale e nuove forme di circolazione degli strumenti finanziari, in un contesto di sicurezza tecnologica e nell’ambito di un quadro giuridico solido e certo a tutela degli investitori, il presente contributo si concentrerà sul capo II del decreto, che detta «disposizioni comuni per l’emissione e circolazione in forma digitale» e fornisce (o contribuisce a fornire), come è stato ben evidenziato³, la cornice civilistica per il fenomeno dell’emissione e

¹ 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.

² Cfr. il disegno di legge n. 605, relativo alla conversione in legge del decreto FinTech, comunicato alla Presidenza del Senato il 17 marzo 2023, nella cui relazione si afferma esplicitamente che «tale regime normativo, oltre a essere collegato al DLT *pilot regime*, consente anche, al di fuori dell’ambito di applicazione del regolamento (UE) 2022/858, l’emissione e la circolazione di strumenti finanziari digitali non destinati ad essere scambiati su sedi di negoziazione».

³ Da S.G. Lo GIUDICE, nell’ambito dell’audizione della Consob presso il Senato della Repubblica, Commissione Finanze e Tesoro, 4 aprile 2023, sul disegno di legge n. 605, p. 3 (*Introduzione*), il quale in particolare osserva che «l’intervento legislativo unionale non concerne, per contro, i profili più propriamente “civilistici” relativi al fenomeno dell’emissione e della circolazione digitale, che sono [...] appannaggio dei singoli ordinamenti nazionali».

circolazione digitale. In particolare, soffermandosi su quanto previsto dall'art. 5 ss. decreto FinTech in merito agli effetti della scritturazione su registro e alla legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari digitali, e avendo come punto di partenza la evidente assonanza di dette previsioni con le regole dettate per il (diverso e ora alternativo) regime di rappresentazione in forma scritturale⁴ di cui al t.u.f. e al regolamento c.d. CSDR⁵, ci si interrogherà sul rapporto tra le due discipline e sulla condivisibilità del rilievo, talvolta critico, formulato dai primi commentatori di “appiattimento” del nuovo regime su quello introdotto nel 1998.

Il tentativo di rispondere a questa domanda impone, preliminarmente, di valutare se le pur indubbi analogie tra il regime scritturale e il regime di emissione/circolazione in forma digitale non siano state eccessivamente sottolineate nei primi commenti al decreto; o meglio, se non siano stati in parte fraintesi il significato e la portata della “mutuazione”, specie se si pone mente a quanto disposto dall'art. 3, secondo comma, d.l. n. 25/2023 in merito agli obblighi previsti dal provvedimento unico sul post-trading della Consob e della Banca d'Italia. In secondo luogo, si proverà a rispondere alla domanda se, per i profili in cui i due regimi circolatori sono sorretti dalle stesse regole o da regole simili, la scelta del legislatore nazionale possa ritenersi, se non obbligata, quantomeno ragionevole e finanche condivisibile, sia alla luce della necessità di bilanciare diverse esigenze – esigenze operative, da un lato, ed esigenze di semplificazione e disintermediazione, dall'altro –, sia in considerazione del sistema complessivo nel quale le nuove regole vengono ad innestarsi e di cui va garantita la coerenza.

2. Ambito oggettivo di applicazione e perimetro dell'indagine.

Precisando che l'analisi si concentrerà solo su alcune delle disposizioni contenute nel capo II del decreto FinTech, che paiono a chi scrive particolarmente (o più) significative alla luce delle finalità del presente intervento⁶, tali disposizioni

⁴ Basato sul principio della legittimazione tramite scritturazione in conto: v., per un efficace riepilogo dell'introduzione nel nostro ordinamento della disciplina sulla dematerializzazione, M.T. RODI, V. SANTORO, *Prime considerazioni sulle disposizioni urgenti in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2024, II, 42 ss.

⁵ Ci si riferisce, in particolare, all'art. 83-bis ss. t.u.f. – «Gestione accentrativa in regime di dematerializzazione», e all'art. 3 reg. (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 luglio 2014 relativo al miglioramento del regolamento titoli nell'Unione europea e ai depositari centrali di titoli. Quest'ultimo, al par. 1, prevede che gli emittenti stabiliti nell'Unione che emettono o hanno emesso valori mobiliari ammessi alla negoziazione o negoziati in sedi di negoziazione provvedono affinché tali titoli siano rappresentati mediante scrittura contabile tramite accentramento o a seguito di emissione diretta in forma dematerializzata.

⁶ Tra le disposizioni escluse dall'analisi rientra il pur rilevante art. 11, nel quale è dettata la disci-

si applicano agli strumenti finanziari⁷ digitali – ossia emessi su un registro per la circolazione digitale secondo la definizione fornita dall’art. 1, primo comma, lett. c), decreto FinTech – a prescindere dal fatto che gli stessi siano negoziati in una sede di negoziazione MiFID (ossia rientrino nell’ambito di applicazione del DLT *pilot regime*) o siano strumenti “non negoziati”. Rispetto a questi ultimi è però richiesto che le relative emissioni avvengano su registri per la circolazione digitale⁸ tenuti da responsabili del registro iscritti in un apposito elenco istituito e tenuto dalla Consob. Più in generale, l’art. 3 decreto FinTech richiede che l’emissione e il trasferimento degli (di tutti gli) strumenti finanziari digitali elencati siano 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 regolamento della Consob. Quest’ultima è altresì facoltizzata ad ampliare l’elenco degli strumenti finanziari digitali assoggettati al nuovo regime⁹.

plina applicabile in caso di banche o imprese di investimento che agiscono in nome proprio e per conto dei clienti; fatispecie in relazione alla quale il decreto FinTech prevede l’applicabilità, in quanto compatibili, delle disposizioni di cui agli artt. 83-*quater*, terzo comma, e da 83-*quinquies* a 83-*decies* t.u.f., in (dichiarata) deroga a quanto previsto dagli articoli da 5 a 9 del decreto stesso e di seguito commentati. Per un accenno alla fatispecie v. S. CORSO, *Identificazione dei soci e legittimazione all’esercizio dei diritti sociali nell’ambiente DLT*, pubblicato in questo fascicolo della *Rivista* (a p. 892 ss.) e consultato per cortesia dell’A., in part. par. 3; U. MALVAGNA, *Digital securities: prime note sul decreto di attuazione del DLT Pilot*, 20 marzo 2023, reperibile in <https://www.dirittobancario.it>, 8 s.

⁷ Alla individuazione delle categorie di strumenti finanziari che rientrano nell’ambito di applicazione del decreto FinTech è dedicato l’art. 2, il quale elenca i seguenti strumenti: azioni, obbligazioni, titoli di debito ex art. 2483 c.c., gli ulteriori titoli di debito la cui emissione è consentita ai sensi dell’ordinamento italiano e i titoli di debito regolati dal diritto italiano emessi da emittenti diversi da quelli italiani, ricevute di deposito relative ad obbligazioni e ad altri titoli di debito di emittenti non domiciliati emesse da emittenti italiani, gli strumenti del mercato monetario regolati dal diritto italiano e le azioni o quote di organismi di investimento collettivo del risparmio italiani.

⁸ I registri devono possedere una serie di requisiti elencati nell’art. 4 decreto FinTech, tra cui meritano di essere richiamati l’idoneità a: (a) assicurare 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) consentire l’identificazione, in qualsiasi momento, dei 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) consentire la scritturazione dei vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari digitali. Sul valore e sullo scopo della previsione di detti requisiti ci si limita a richiamare, per la loro efficacia e concisione, le parole di S.G. LO GIUDICE, (nt. 3), 5: «Il decreto-legge fissa taluni requisiti che sono le precondizioni affinché un “registro” che utilizza una tecnologia DLT possa supportare il nuovo regime di emissione e circolazione, caratteristiche atte ad assicurare, tra l’altro, la produzione di effetti equivalenti alla non riproducibilità del “titolo” e all’esclusività del possesso che contraddistinguono il mondo dell’emissione e circolazione degli strumenti finanziari in forma cartolare e che sono stati altresì trasposti nel mondo scritturale della gestione accentratrice».

⁹ V. art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*), decreto FinTech, che affida alla Consob il potere di in-

Centrale, ad avviso di chi scrive e ai nostri fini, è la previsione, contenuta nell'art. 3 decreto FinTech, secondo la quale gli strumenti finanziari digitali non sono soggetti all'applicazione degli obblighi di cui alle disposizioni attuative dell'art. 83-bis, secondo comma, t.u.f. Ciò significa che ad essi non si applicano gli obblighi di dematerializzazione presso un depositario centrale previsti in via secondaria dal provvedimento unico sul post-trading della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018, vale a dire i cc.dd. obblighi di dematerializzazione di matrice nazionale (tra cui, teoricamente, l'obbligo di intermediazione¹⁰). Ed infatti, detto regime è improntato sulla gestione accentrata, ossia impone all'investitore di detenere i propri strumenti finanziari attraverso un sistema basato sull'interrelazione necessaria tra intermediari e depositario centrale¹¹ (precisamente: un sistema di scritture contabili tenute dai depositari centrali e dagli intermediari¹²). Tale centralizzazione sarebbe – di fatto – superata con la DLT, «atta a privare di funzione non solo gli intermediari, bensì anche il depositario e le controparti centrali»¹³.

L'esenzione, in particolare, comporta che le società aventi titoli quotati non siano obbligate ad accentrare anche gli strumenti non quotati, potendo quindi ricorrere ad un'emissione su DLT (v. art. 34, secondo comma, provvedimento unico sul post-trading¹⁴)¹⁵.

dividuare ulteriori strumenti finanziari da assoggettare al regime in questione (tra cui le quote di partecipazione ad una s.r.l., su cui già ampiamente è stato scritto, anche in questa *Rivista*: v. i contributi citati *infra*); potere che l'Autorità di vigilanza non ha tuttavia ancora esercitato, essendosi riservata di esercitare le deleghe attribuite dal decreto FinTech in più fasi.

¹⁰ Ma v. S. CORSO, (nt. 6), par. 2, la quale evidenzia che, date le caratteristiche delle infrastrutture DLT, difficilmente potrà prescindersi del tutto dalla presenza di (e da un ruolo riconosciuto a) intermediari anche nel nuovo regime di emissione/circolazione; in altre parole, si tratterebbe pur sempre di un sistema caratterizzato da un certo grado di intermediazione.

¹¹ Lo spiega(no) bene N. DE LUCA, (M. DE MARI) *Azioni tokens come fattispecie “nativa”*, in P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Quaderno Consob n. 25, gennaio 2023, 102. Aggiunge N. DE LUCA, *Strumenti finanziari digitali e principi cartolari*, in *Diritto del fintech*², a cura di M. Cian, C. Sandei, Milano, Wolters Kluwer-Cedam, 2024, 231, che il sistema di gestione accentrata «poggia sulla necessaria interazione e concordanza tra conti di dettaglio tenuti da una pluralità di intermediari e conti accentratati tenuti da un (unico) gestore accentratato, con il compito di assicurare la quadratura dei conti medesimi».

¹² V. art. 2, primo comma, lett. r), provvedimento unico sul post-trading.

¹³ Ancora N. DE LUCA, (M. DE MARI), (nt. 11), 102.

¹⁴ A norma del quale sono immessi nel sistema di gestione accentrata in regime di dematerializzazione, ai sensi dell'art. 83-bis, secondo comma, t.u.f., anche le azioni e gli altri titoli (titoli rappresentativi di capitale di rischio, obbligazioni e altri titoli di debito, qualsiasi altro strumento finanziario che permetta di acquisire altri strumenti finanziari e i relativi indici) il cui emittente abbia altri strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani, ovvero sia da considerarsi diffuso.

¹⁵ La circostanza è segnalata anche da I. CAPELLI, *La struttura finanziaria delle imprese e gli strumenti finanziari digitali. Prime considerazioni tra decentralizzazione e regolazione nel contesto del DLT Pilot Regime e del Decreto FinTech*, in *Dir. inf.*, 2023, 668; nonché da U. MALVAGNA, (nt. 6), in part. 2, il quale sottolinea «il rilevante senso pratico» della deroga perché consente ai grandi

Inoltre, ai sensi dell'art. 5, par. 2, reg. DLT *Pilot Regime*, su richiesta di un CSD (depositario centrale di titoli) che gestisce un SS DLT, l'autorità competente può esentare tale CSD dall'art. 2, par. 1, punti 4, 9 o 28, o dagli artt. 3 (rubricato «scrittura contabile»), 37 o 38 reg. (UE) n. 909/2014, al ricorrere di talune condizioni¹⁶.

3. La (dichiarata) equivalenza delle regole.

Nella relazione al disegno di legge n. 605 si afferma che gli artt. 5 e 6 «definiscono un sistema di regole equivalenti a quelle previste nei regimi cartolari e scritturali in merito a legittimazione, effetti del possesso in buona fede ed eccezioni opponibili». In effetti, se si procede all'analisi delle disposizioni del capo II del decreto FinTech, a cominciare dal citato art. 5 relativo agli effetti della scritturazione su registro, e contestualmente si scorre la sezione I (capo IV, titolo II-bis, parte III) del t.u.f. relativa alla gestione accentrativa in regime di dematerializzazione, detta equivalenza balza agli occhi, tanto che è stata sin da subito sottolineata – seppur con accenti e intensità diversi – da coloro che, all'indomani dell'emissione del decreto, ne hanno fornito un primo commento¹⁷.

Entrando nel dettaglio, l'art. 5 disciplina gli effetti della scritturazione sui registri per la circolazione digitale con particolare riferimento alla legittimazione all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti digitali, al potere di disporne e alle pretese di terzi, mentre l'art. 6 contiene la disciplina delle eccezioni opponibili da parte dell'emittente al soggetto in favore del quale è avvenuta la scritturazione sul registro. Nei due articoli successivi il legislatore si occupa poi delle modalità di esercizio dei diritti sociali, nella specie, quanto ai diritti amministrativi, del diritto di intervento in assemblea e del diritto di voto (art. 7); quanto ai diritti patrimoniali, del diritto alla distribuzione degli utili, soffermandosi sulla legittimazione al loro pagamento e al pagamento delle altre distribuzioni afferenti agli strumenti finanziari digitali.

emittenti di «procedere a emissioni “private” per testare sul campo la tecnologia prima di muovere verso emissioni di strumenti da scambiarsi su sedi di negoziazione».

¹⁶ Per una efficace ricapitolazione delle esenzioni previste per le infrastrutture di mercato che rientrano nell'ambito del DLT *pilot regime* v., per tutti, F. ANNUNZIATA, A. MINTO, *Il nuovo Regolamento UE in materia di Distributed Ledger Technology. Analisi del nuovo DLT Pilot Regime*, 13 luglio 2022, reperibile in <https://www.dirittobancario.it>.

¹⁷ V., a mero titolo esemplificativo, (S. CORSO,) A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in questa Rivista, 2024, 149 ss.; N. DE LUCA, (nt. 11), 231, 235 s.; M. PASSARETTA, *Prime (brevi) riflessioni a margine del decreto FinTech*, in *Dir. comm. digitale*, 2024, 160 ss., e Id., *Nuove traiettorie societarie nell'era del FinTech: la digitalizzazione delle partecipazioni sociali*, in *MediaLaws – Riv. dir. media*, 2/2024, 56 ss.; M.T. RODI, V. SANTORO, (nt. 4), 43 ss.

L'art. 9 è dedicato al (sempre spinoso) tema della costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari digitali, ribadendo il principio, già espresso dall'art. 83-octies t.u.f. in relazione ai titoli emessi o rappresentati in forma scritturale¹⁸, per cui i vincoli sugli strumenti finanziari si costituiscono *unicamente* mediante scritturazione nel registro. Detta scritturazione, al pari della registrazione nel conto dell'intermediario, si sostituisce al "vincolo cartolare" «non più possibile stante la ontologica assenza di una *chartula*»¹⁹. La disposizione deve intendersi riferita sia ai vincoli di natura convenzionale sia a vincoli di natura autoritativa, in conformità a quanto previsto dall'art. 1997 c.c., secondo cui il pegno, il sequestro, il pignoramento e ogni altro vincolo sul diritto menzionato in un titolo di credito non hanno effetto se non si attuano sul titolo stesso²⁰.

Per quanto concerne, poi, i libri sociali previsti dal codice civile, il legislatore, oltre a prevedere che l'emittente assolva gli obblighi di aggiornamento dei libri sulla base delle scritturazioni del registro, «consente»²¹ all'emittente di formare e tenere il libro dei soci e il libro degli obbligazionisti attraverso il registro stesso, anche in deroga alle modalità di tenuta previste dall'art. 2215-bis c.c.²². Con salvezza di quanto disposto dal quinto comma dell'art. 2215-bis c.c., a norma del quale i libri e le scritture tenuti con strumenti informatici hanno l'efficacia probatoria di cui agli artt. 2709 e 2710 c.c.

La previsione, che rende possibile l'aggiornamento in tempo reale del libro dei soci con probabili effetti (anche) in termini di agevolazione di alcuni adempimenti da parte dell'emittente, è di particolare interesse nell'ambito delle disposizioni del capo II, perché rispecchia quelle esigenze di immediatezza, celerità e semplifica-

¹⁸ L'art. 83-octies, primo comma, t.u.f. impone che i vincoli di ogni genere sugli strumenti finanziari si costituiscano unicamente con le registrazioni in apposito conto tenuto dall'intermediario.

¹⁹ Così, testualmente, la Comunicazione Consob n. DME/3046592 del 14 luglio 2003, inviata all'ABI in risposta al quesito concernente la possibilità di costituire in pegno irregolare gli strumenti finanziari in gestione accentrativa. V. altresì, più diffusamente sul punto, G. BERTI DE MARINIS, *Pegno su strumenti finanziari dematerializzati e rotatività della garanzia*, in *Il pegno rotativo non possessorio in agricoltura. Fattispecie e ipotesi ricostruttive con riferimento all'applicazione nella filiera agroalimentare*, a cura di S. Landini, N. Lucifero, Torino, Giappichelli, 2023, 38 ss., ivi anche per gli utili riferimenti bibliografici.

²⁰ V. M.T. RODI, V. SANTORO, (nt. 4), 48. Del resto, l'art. 83-octies, primo comma, t.u.f., qui "riecheggiato" (e del cui testo si è dato conto alla nt. 18), fa esplicito riferimento a vincoli «di ogni genere».

²¹ Ma v. N. DE LUCA, *Cripto-attività e diritto societario: a proposito di azioni e obbligazioni digitali*, in *Cripto-attività. La disciplina europea nel contesto globale*, a cura di F. Annunziata, A. Sciarrone Alibrandi, Bologna, il Mulino, 2024, 251, per il quale, benché il modo di esprimersi della nuova legge possa risultare ambiguo, appare ipotesi meramente scolastica quella dell'emittente che predisponga un registro per la circolazione digitale mantenendo al contempo un libro dei soci o un libro degli obbligazionisti in forma cartacea o con altri strumenti informatici.

²² Per alcune perplessità sulla deroga alla previsione codicistica, che – secondo l'A. – non pare porre limitazioni sul tipo di tecnologia impiegabile per la tenuta informatica di qualunque scrittura contabile, v. N. DE LUCA, (nt. 21), 251 s.

zione che dovrebbero caratterizzare il nuovo regime “disintermediato” e basato su un registro distribuito²³.

Un accenno, infine, a ciò che invece *non* trova applicazione all’emissione e circolazione di strumenti finanziari digitali. Il legislatore del 2023 non replica il contenuto dell’art. 83-*quater* t.u.f., ossia la previsione secondo la quale il trasferimento degli strumenti finanziari assoggettati al regime scritturale, nonché l’esercizio dei relativi diritti patrimoniali possono effettuarsi soltanto tramite gli intermediari; scelta che chiaramente si giustifica alla luce delle caratteristiche che dovrebbero essere proprie dell’emissione su DLT e che si è più sopra cercato brevemente di riassumere.

4. Le singole disposizioni applicabili quanto a effetti della scritturazione, esercizio dei diritti sociali e costituzione di vincoli.

Dopo aver tracciato, a grandi linee, il perimetro della disciplina del decreto FinTech relativa agli effetti dell’emissione e circolazione di strumenti finanziari digitali – almeno della parte più significativa ai fini del ragionamento sul rapporto tra il vecchio (o l’esistente) e il nuovo –, è opportuno soffermarsi più dettagliatamente sulle singole disposizioni, cominciando dagli effetti della scritturazione.

Le più significative, se ci si pone dal lato della (garanzia di) continuità e coerenza sistematica del regime di emissione/circolazione “digitale” rispetto alle regole previgenti, sono senza dubbio le disposizioni dettate negli artt. 5 e 6; le quali, come accennato nel precedente paragrafo, non solo ripropongono le stesse soluzioni già consacrate nella disciplina di settore, ma, soprattutto, dettano regole che non si discostano dai principi codicistici in materia di legittimazione all’esercizio dei diritti incorporati in una *chartula*²⁴.

²³ Cfr., sul punto, le riflessioni (precedenti all’emanazione del d.l. n. 25/2023) di N. ABRIANI, *Rappresentazione e circolazione di partecipazioni di società di capitali mediante la tecnologia DLT*, in *ODCC* (n. spec.), 2022, 374 s., per il quale «tutt’altro che remoto appare lo scenario della tokenizzazione del libro dei soci, in cui sono indicati i nominativi degli azionisti, le diverse categorie di azioni emesse, i trasferimenti e i vincoli ad esse relativi, e che è aggiornato in tempo reale sulle informazioni riguardanti la compagine sociale: uno scenario che porrebbe le premesse per evoluzioni promettenti dal punto di vista dei meccanismi interni di corporate governance. La tokenizzazione del libro sociale potrebbe infatti agevolare alcuni adempimenti, come la distribuzione degli utili o la verifica della legittimazione al voto da parte dell’azionista, prevenendo i rischi connessi alla non tempestiva trascrizione del trasferimento della partecipazione sociale, sollevando gli amministratori dai relativi rischi di responsabilità»; nonché di (M. DE MARI,) G. GASPARRI, (T.N. POLI,) *Introduzione: DLT e cripto-attività*, e T.N. POLI, *Prospettive de iure condendo di applicazione della tecnologia DLT nelle infrastrutture di mercato tra vincoli funzionali e vincoli normativi*, entrambi in P. CARRIÈRE, N. DE LUCA, M. DE MARI, G. GASPARRI, T.N. POLI, (nt. 11), rispettivamente 30 s. e 124 ss.

²⁴ Conf. N. DE LUCA, (nt. 11), 235 s. Ma v. il rilievo critico dell’A., peraltro perfettamente comprendibile, alla nt. 14, in relazione al quale si tornerà nelle riflessioni conclusive (par. 5).

In dettaglio, l'art. 5 prevede – similmente all'art. 83-*quinquies*, primo comma, t.u.f., relativo ai diritti del titolare del conto acceso presso l'intermediario²⁵ – che il soggetto in favore del quale è effettuata la scritturazione nel registro 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 decreto, e dispone – può disporre – degli strumenti finanziari digitali in conformità con quanto previsto dalle disposizioni vigenti in materia. Entrambe le disposizioni (rispettivamente il quarto comma per l'art. 5 e il secondo comma per l'art. 83-*quinquies* t.u.f.), inoltre, aggiungono che colui il quale ha ottenuto la scritturazione a suo favore di uno strumento finanziario digitale in un registro o la registrazione in conto, in base a un titolo idoneo e in buona fede, non è soggetto a pretese o azioni da parte di precedenti titolari.

L'art. 6, a sua volta, esplicita il principio secondo il quale all'esercizio dei diritti inerenti agli strumenti digitali da parte del legittimato l'emittente può opporre soltanto le eccezioni personali al soggetto stesso e quelle comuni a tutti gli altri titolari degli stessi diritti (riferendosi qui il legislatore a titoli di massa, emessi nell'ambito di un'unica operazione di investimento o di finanziamento). Anche in questo caso la disposizione è pressoché identica a quella dell'art. 83-*septies* t.u.f., parimenti rubricato «Eccezioni opponibili».

In entrambe le fattispecie (art. 5, quarto comma, e art. 6 decreto FinTech), tuttavia, ancor prima dell'identità o somiglianza delle disposizioni con le corrispondenti norme dettate in materia di registrazione in forma scritturale, ciò che è evocato e riecheggia con forza sono i generali principi e regole codicistici in materia di circolazione e legittimazione cartolare e di autonomia reale e obbligatoria del relativo acquisto: ossia, rispettivamente, l'art. 1994 e l'art. 1993, primo comma, c.c. Anticipando le riflessioni che si svolgeranno nella parte conclusiva, la scelta del legislatore delegato, in questo caso, è – ad avviso di chi scrive – coerente e sembra rispondere all'esigenza di garantire, ove possibile, continuità sistematica al quadro delle varie forme di emissione/circolazione degli strumenti finanziari oggi ammesse (cartolare, scritturale in gestione accentratata e digitale); ciò pur nell'evidente, ontologica differenza tra la fattispecie per la quale l'originaria disciplina del codice civile è stata dettata, caratterizzata dall'incorporazione dei diritti in un documento (*res*) di cui è acquisibile il possesso in base ad un titolo idoneo, e le successive²⁶.

Parzialmente diversa è invece, rispetto al regime scritturale, la disciplina della verifica della legittimazione all'esercizio dei diritti del titolare del titolo, che, se-

²⁵ Si ricorda che, ai sensi dell'art. 83-*quater*, terzo comma, t.u.f., l'intermediario è tenuto a registrare, per ogni titolare di conto, gli strumenti finanziari di sua pertinenza nonché il trasferimento, gli atti di esercizio e gli eventuali vincoli in conti distinti e separati.

²⁶ Né sembra che l'improbabilità che la fattispecie in concreto si verifichi la renda un caso di scuola: v. ancora N. DE LUCA, (nt. 11), 237 s.

condo le disposizioni in materia di gestione accentrata, è attestata dall'esibizione di certificazioni o da comunicazioni all'emittente, rilasciate o effettuate dagli intermediari in conformità alla proprie scritture contabili e recanti l'indicazione del diritto sociale esercitabile (v. art. 83-*quinquies*, terzo comma, t.u.f. e, quanto ai diritti di intervento in assemblea e di voto, art. 83-*sexies* t.u.f., nel quale è stata introdotta la regola della *record date*²⁷, e la disciplina attuativa di cui all'art. 40-*bis* ss. del provvedimento unico sul post-trading). Per gli strumenti finanziari digitali, infatti, il decreto FinTech si limita a prevedere, in conformità alle caratteristiche proprie – o meglio, che dovrebbero essere proprie – di questa forma di emissione/circolazione “non cartolare” (*in primis*, la tendenziale o potenziale disintermediazione), che la verifica della legittimazione all'esercizio dei relativi diritti è effettuata dall'emittente sulla base delle scritturazioni del registro (art. 5). Inoltre, al successivo art. 7 precisa – anche qui in parziale difformità rispetto alla disciplina della *record date* di cui all'art. 83-*sexies*, secondo comma, t.u.f.²⁸ – che la relativa legittimazione è determinata con riferimento alle scritturazioni del registro rilevate al termine della giornata contabile individuata dallo statuto dell'emittente o con le ulteriori modalità determinate dalla Consob ai sensi dell'art. 28, secondo comma, lett. g).

Anche in questo caso, come più sopra detto in relazione ai principi e alle regole codicistici in materia di titoli di credito, la soluzione legislativa sembra complessivamente ragionevole, sebbene la DLT consenta soluzioni (ancora) più flessibili e ulteriore riduzione dei tempi²⁹. Peraltro, l'inciso finale dell'art. 7 – secondo cui la Consob può prevedere ulteriori modalità di determinazione/rilevazione – potrebbe aprire lo spazio a soluzioni che sfruttino maggiormente le caratteristiche della DLT.

Sempre con riguardo all'esercizio dei diritti, in particolare patrimoniali, il de-

²⁷ Dal d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, che ha dato attuazione, nel nostro ordinamento, alla direttiva 2007/36/CE relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate.

²⁸ A termine del quale, per le assemblee dei portatori di strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi della UE, la comunicazione all'emittente è effettuata dall'intermediario sulla base delle evidenze dei conti relative al termine della giornata contabile del settimo giorno di mercato aperto precedente la data fissata per l'assemblea.

²⁹ In questo senso anche N. DE LUCA, (nt. 11), 238 s., al quale sembra legittimo e opportuno che gli statuti delle società che emettono azioni digitali, per le quali è tecnicamente possibile la verifica in tempo reale del registro digitale, facciano coincidere la *record date* con la data di celebrazione dell'assemblea. Più critica la posizione di S. CORSO, (nt. 6), par. 5, secondo la quale il mantenimento della regola della *record date* potrebbe rappresentare una soluzione subottimale, «che rivela la diffidenza del legislatore verso il pieno sfruttamento delle potenzialità offerte dalle nuove tecnologie ed anche una certa tendenza a focalizzarsi su vecchi inconvenienti operativi, senza prima domandarsi se e in quali termini esse si ripropongano nel nuovo contesto tecnologico e se pertanto occorra affrontarli oppure se le soluzioni offerte dalla DLT ne consentano il definitivo (o parziale) superamento».

creto qui commentato detta una specifica previsione in materia di pagamento di dividendi, interessi e rimborso del capitale (art. 8), prevedendo, in espressa deroga all'art. 4 l. n. 1745/1962³⁰, che la relativa legittimazione è determinata con riferimento alle scritturazioni del registro rilevate al termine della giornata contabile individuata dall'emittente. La disposizione, di tenore simile a quella immediatamente precedente relativa al diritto di voto, non si discosta, questa volta, dalla soluzione già adottata nell'ambito del regime scritturale e, pur in assenza di analoga specificazione (cfr. art. 8 e art. 83-terdecies, ult. parte, t.u.f.), deve ritenersi che anche per gli strumenti finanziari digitali spetti all'emittente la determinazione delle modalità di pagamento degli utili e delle altre distribuzioni ad essi afferenti³¹. Sul punto ci si limita ad aggiungere che l'art. 5, par. 8, reg. DLT *Pilot Regime* ammette la possibilità che l'autorità competente esenti un CSD che gestisce un SS DLT³² dall'art. 40 reg. (UE) n. 909/2014 (relativo al regolamento in contanti)³³.

Un'ultima breve considerazione va fatta, infine, in aggiunta a quanto già accennato nel paragrafo precedente, in relazione alla disciplina della costituzione di vincoli sugli strumenti finanziari digitali.

Ai sensi dell'art. 9, 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. Inoltre, ove il registro consenta che gli strumenti finanziari digitali oggetto della garanzia siano sostituibili con altri di eguale valore, per gli strumenti scritturati in sostitu-

³⁰ L'articolo, che si riferisce al documento cartolare, prevede, al secondo comma, che l'azionista, ancorché già iscritto nel libro dei soci, non possa esigere gli utili senza esibire i titoli alla società emittente o alle aziende di credito o società finanziarie incaricate del pagamento e non possa intervenire in assemblea se non li abbia depositati almeno cinque giorni prima presso la sede sociale, o presso le aziende di credito o società finanziarie indicate nell'avviso di convocazione. Anche l'art. 83-terdecies t.u.f. si apre con il medesimo inciso («in deroga all'articolo 4 della legge 29 dicembre 1962, n. 1745»). L'espressa deroga alla risalente disposizione è evidenziata anche nel dossier relativo al disegno di legge n. 605 (Servizio del bilancio, Nota di lettura «Conversione in legge del decreto-legge 17 marzo 2023, n. 25, recante disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech», marzo 2023, n. 41, Senato della Repubblica, XIX legislatura), nel commento all'art. 8. Si sofferma sul punto anche M. PASSARETTA, *Nuove traiettorie societarie*, (nt. 17), 57, nt. 42, e Id., *Prime (brevi) riflessioni*, (nt. 17), 161, nt. 34.

³¹ Cfr. I. CAPELLI, (nt. 15), 670 s., testo e nt. 71, la quale sottolinea che «in questa prospettiva, la tecnologia presenta ricadute positive in termini di certezza del soddisfacimento del diritto alla partecipazione agli utili dei singoli soci, quando il pagamento dei dividendi già deliberati sia automatizzato, per il tramite di *smart contract*, e quindi sottratto ad eventuali comportamenti non corretti o non legittimi degli amministratori»; secondo l'A., «un simile meccanismo emancipa la distribuzione già decisa dall'esecuzione da parte dell'organo amministrativo, mediante uno *smart contract* che riscuote il controvalore in criptovalute dei dividendi».

³² Ossia, ai sensi dell'art. 2, n. 7, reg. DLT *Pilot Regime*, un sistema di regolamento che regola operazioni in strumenti finanziari DLT contro pagamento o consegna.

³³ Lo evidenzia anche I. CAPELLI, (nt. 15), 671, nt. 71.

zione 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 disposizione stabilisce altresì, di nuovo in linea con quanto già previsto dal sistema di gestione accentrat³⁴, che, contestualmente alla costituzione del vincolo, ai soggetti sopra indicati sono impartite istruzioni scritte conformi agli accordi intercorsi con il beneficiario del vincolo in ordine alla conservazione dell'integrità del valore dello stesso e all'esercizio dei diritti sugli strumenti sottoposti a vincolo.

5. Prime riflessioni conclusive.

Provando a trarre qualche (prima) conclusione dalla disamina delle disposizioni del decreto FinTech e dal loro confronto con la disciplina del regime scritturale, ci si chiede se il legislatore avrebbe potuto osare di più rispetto al fatto di muoversi lungo i binari della disciplina esistente, relativa ad altro e diverso fenomeno di soppressione della *chartula*, soprattutto optando per un approccio più flessibile quanto all'esercizio dei diritti sociali; ciò alla luce della condivisibilità (in tempo reale) delle informazioni tra i vari nodi della tecnologia a registro distribuito³⁵ e della rappresentazione simultanea delle movimentazioni digitali³⁶, nonché delle possibili configurazioni che può in concreto assumere la singola DLT³⁷.

Probabilmente sì (e ne è un esempio l'art. 10 decreto FinTech, che consente la formazione e la tenuta del libro dei soci e del libro degli obbligazionisti attraverso

³⁴ Cfr. art. 83-octies, secondo comma, t.u.f., in relazione all'accensione di specifici conti destinati a consentire la costituzione di vincoli sull'insieme degli strumenti finanziari in essi registrati (costituente una figura di garanzia rotativa: v. Comunicazione Consob n. DME/3046592, cit. alla nt. 19) e art. 57 del provvedimento unico sul post-trading.

³⁵ È utile ricordare, per rendere più chiaro il pensiero di chi scrive, che, ai sensi dell'art. 2, n. 2, reg. DLT *Pilot Regime*, per «registro distribuito» si intende un «archivio di informazioni in cui sono registrate le operazioni e che è condiviso da una serie di nodi di rete DLT ed è sincronizzato tra di essi, mediante l'utilizzo di un meccanismo di consenso».

³⁶ (S. CORSO,) A. LAUDONIO, (nt. 17), 151 s., esprimendo un giudizio assai critico, afferma che sono state sostanzialmente neutralizzate alcune tra le più importanti virtualità della tecnologia a registro distribuito, ossia la possibilità di un immediato esercizio delle prerogative organizzative e patrimoniali da parte degli effettivi titolari.

³⁷ V., per un'esemplificazione delle diverse tipologie di DLT e delle relative caratteristiche, ESMA, *Orientamenti relativi a moduli standard per la presentazione di domande di autorizzazione a gestire un'infrastruttura di mercato DLT*, 8 marzo 2023, 16 (allegato agli orientamenti, tabella 2). V. altresì il regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari, adottato dalla Consob con delibera n. 22923 del 6 dicembre 2023 (ai sensi dell'art. 28, primo e secondo comma, decreto FinTech), all. 2 (relazione tecnica illustrativa dell'iniziativa), dove è richiesto che nella relazione tecnica illustrativa predisposta dal soggetto istante sia chiaro se la DLT è *permissionless*, *permissioned* o ibrida (illustrando, in quest'ultimo caso, quali operatività sono *permissionless* e quali, invece, *permissioned*).

il registro per la circolazione digitale). Tuttavia, ove si consideri il contesto nell’ambito del quale è stato emanato il decreto, in continua evoluzione³⁸ e caratterizzato da un *pilot regime* ancora sulla carta – relativamente al quale il primo CSD (CSD Prague) ha ottenuto l’autorizzazione ad operare come SS DLT a partire da novembre 2024 –, è comprensibile che il legislatore italiano si sia, almeno inizialmente, mosso nel solco dell’esistente, in linea di continuità con quanto avvenne nel passaggio dal regime cartolare a quello scritturale per taluni strumenti finanziari³⁹.

Ciò premesso, sembra in primo luogo che, pur “riecheggiando” il nuovo regime quello scritturale, le differenze tra le due discipline non siano trascurabili, se si pone mente a quanto statuito dall’art. 3 decreto FinTech e al fatto che la circolazione dematerializzata è necessariamente intermediata e ha una struttura piramidale; nonché alla previsione – non replicata nel regime digitale – di cui all’art. 83-*quinquies*, terzo comma, t.u.f., che consente la concreta attuazione di una delle norme cardine della disciplina della gestione accentratata in regime di dematerializzazione⁴⁰.

In secondo luogo, si ritiene che le pur evidenti assonanze tra le due discipline siano giustificate dal fatto che entrambi i sistemi si basano su scritturazioni, contabili nel primo caso, digitali nel secondo, e soprattutto dalle regole generali, opportunamente non derogate, che caratterizzano il regime cartolare, restando *complessivamente* limitate a detti profili comuni. In altre parole, le scelte del legislatore si inseriscono nell’ambito del regime cartolare, ancor prima che di quello scritturale, e paiono esprimere una scelta di fondo che si giustifica, a parere di chi scrive, per ragioni di coerenza sistematica (più che di mantenimento delle medesime garanzie di tutela). Inoltre, quanto al regime scritturale, ove le esigenze di semplificazione, flessibilità e disintermediazione (o minor intermediazione) che dovrebbero caratterizzare l’utilizzo di DLT lo impongano, esso è stato, più o meno efficacemente, derogato⁴¹.

³⁸ V. art. 15 reg. DLT *Pilot Regime*, dove si richiede all’ESMA di presentare relazioni intermedie annuali al fine, *inter alia*, di aggiornare le indicazioni precedenti sulla base dell’evoluzione della tecnologia a registro distribuito.

³⁹ Cfr. P. CARRIÈRE, *Decreto Fintech e MICAR: il quadro normativo sulle cripto-attività*, 30 maggio 2023, reperibile in <https://www.dirittobancario.it>, che dà un giudizio positivo del decreto FinTech, ritenendolo una sfida riuscita. Secondo l’A., il «legislatore italiano va [...] ben oltre all’obiettivo imposto dal Regolamento Pilot di adottare una disciplina applicabile alle infrastrutture di mercato DLT, per impostare invece una cornice giuridica assai più completa, organica e raffinata – anche di diritto civile e societario e non solo dei mercati finanziari – finalizzata a consentire l’emissione di [...] “strumenti finanziari digitali”» (p. 7). Conf. I. D’AMBROSIO, *La regolamentazione delle cripto-attività tra Decreto Fintech e regolamento MiCA*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, 815 s.

⁴⁰ Come già autorevolmente evidenziato in dottrina: v. M. CIAN, *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2024, 307.

⁴¹ V., sul punto, I. D’AMBROSIO, (nt. 39), 819 ss.

Per concludere, sebbene l'emissione/circolazione in forma digitale presenti taluni profili problematici che, date le caratteristiche e le possibili specificità della tecnologia di cui si avvale, variamente configurabile⁴², non sono agevolmente risolvibili attraverso la *mera* estensione, totale o solo parziale – ossia già frutto di un adattamento da parte del legislatore –, della disciplina dettata per gli strumenti dematerializzati⁴³; sebbene, inoltre, rispetto agli strumenti digitali si possano ri proporre alcune critiche già evidenziate dalla dottrina in relazione alla disciplina “mutuata”⁴⁴, si ritiene che il legislatore del 2023 si sia limitato a dettare taluni principi o regole (ritenuti allora) essenziali, concentrandosi su singoli aspetti della fattispecie⁴⁵, peraltro estesa oltre l'ambito di applicazione del regolamento DLT *Pilot Regime*, senza tuttavia pretese di esaustività e finanche di completezza della relativa disciplina⁴⁶.

Non sembra, in altre parole e conclusivamente, che il legislatore abbia voluto creare «un nuovo microsistema normativo», caratterizzato da «un'intrinseca aspirazione alla completezza ed autosufficienza»⁴⁷.

⁴² Ma v. N. DE LUCA, (nt. 21), 251 s.

⁴³ V. gli esempi puntuali e condivisibili riportati da N. DE LUCA, (nt. 11), 234 s., in relazione al trasferimento e alla costituzione di vincoli (involontari). Non sembra invece a chi scrive realmente problematico il fatto che il decreto FinTech nulla dispone in merito all'ipotesi in cui il trasferimento degli strumenti finanziari digitali sia avvenuto in violazione di un patto di prelazione o dello statuto (così invece I. CAPELLI, (nt. 15), 671): la questione pare infatti risolvibile attraverso i richiamati principi civilistici (*recte*: codicistici) (v. *supra*, par. 4, in relazione agli artt. 5, ult. comma, e 6 decreto FinTech), ricordando altresì, per ciò che concerne le limitazioni *statutarie* al trasferimento delle azioni, che l'art. 12, primo comma, decreto FinTech prevede che, «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 [...] sono rese disponibili in una forma elettronica accessibile e consultabile in ogni momento, eventualmente anche per il tramite del registro medesimo». A sua volta, l'art. 2355-bis, ult. comma, c.c. prescrive che le limitazioni al trasferimento delle azioni risultino dal titolo.

⁴⁴ Ancora N. DE LUCA, (nt. 11), 235.

⁴⁵ V. I. CAPELLI, *Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distributed Ledger Technology*, in questa *Rivista*, 2024, 100, la quale osserva che il legislatore si è concentrato sugli aspetti relativi alla sicurezza della circolazione, lasciando sullo sfondo le ricadute della tecnologia sui rapporti sociali: secondo l'A. le caratteristiche di celerità di negoziazione e potenziale diffusione degli strumenti finanziari non si accompagnano a regole in grado di garantire un maggiore sforzo informativo da parte della società nei confronti dei soci.

⁴⁶ Pur esprimendo un giudizio più critico sulle soluzioni (che definisce «di compromesso») del decreto FinTech, non sembra così diversa la posizione di S. CORSO, (nt. 6), par. 6, quando conclude che «una migliore calibratura della disciplina potrà ottenersi soltanto all'esito del periodo di sperimentazione grazie ad un'attenta valutazione delle soluzioni che emergeranno nella prassi applicativa».

⁴⁷ Come ritiene, testualmente, (S. CORSO,) A. LAUDONIO, (nt. 17), 148 s. In senso analogo, an corché – se non ci si inganna – in modo più sfumato, N. DE LUCA, (nt. 11), 232, che parla di «un'evidente aspirazione all'autosufficienza».